T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE' DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ÖMER ESEN

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

KOCAELİ – 2008

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE' DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ÖMER ESEN

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

DANIŞMAN: PROF.DR. RECEP TARI

KOCAELİ - 2008

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE' DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: ÖMER ESEN
Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarihi ve No: 02.07.2008-2008/19

Prof.Dr. Recep TARI

Doç.Dr. Yusuf BAYRAKTUTAN

Yrd.Doç.Dr. İbrahim Güran YUMUŞAK

KOCAELİ – 2008

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER……. **I**
ÖZET……..……. **III**
ABSTRACT……. **V**
KISALTMALAR…….. **VII**
GRAFİK LİSTESİ…… **VIII**
TABLO LİSTESİ…….……. **IX**
GİRİŞ……..……. **1**

Birinci Bölüm

SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri…… 4
1.1.1. Sermaye Hareketlerinin Tanımı…….. 5
1.1.2. Sermaye Hareketlerinin Türleri…….. 6
1.1.2.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri…… 6
1.1.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri…… 7

1.2. Dünyada Sermaye Hareketlerinin Tarihi Gelişimi…….. 8

1.3. Sermaye Hareketlerini Yönlendiren Temel Faktörler……. 14
1.3.1. Sermaye Girişini Sağlayan Faktörler……. 17
1.3.1.1. Makro Ekonomik Faktörler……. 18
1.3.1.2. Mikro Ekonomik Faktörler……. 20
1.3.1.3. Sosyal ve Kültürel Faktörler…….. 21
1.3.2. Sermaye Çıkışına Neden Olan Faktörler…….. 24
1.3.2.1. Ekonomik Faktörler……. 24
1.3.2.2. Politik Faktörler…… 26

1.4. Sermaye Hareketlerinin İlgili Ülkeye Faydaları ve Zararları……. 28
1.4.1. Sermaye Hareketlerinin Faydaları……. 28
1.4.2. Sermaye hareketlerinin Zararları…… 30
1.4.3. Sermaye Hareketlerinin Sürdürülebilirliği……. 33
1.4.4. Sermaye Hareketlerinin Olumsuz etkilerinin Azaltılması…… 35

İkinci Bölüm

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

2.1. Döviz Kuru Üzerine Etkileri……. 41
2.2. Yatırım ve Tüketim Üzerine Etkileri…….. 44

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

2.3. Enflasyon Üzerine Etkileri……... 46
2.4. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri…… 47
2.5. Milli Gelir Üzerine Etkileri……. 50

Üçüncü Bölüm

TÜRKİYE' DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

3.1. Türkiye'de Sermaye Hareketleri…….. 54
3.1.1. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Tarihi Gelişimi……. 55
3.1.1.1. 1980 Öncesi Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları…… 55
3.1.1.2. 1980 Sonrası Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları……. 57

3.2. Türkiye'ye Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişinin Nedenleri 66

3.3. Türkiye'ye Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi…….. 67
3.3.1. İktisadi Analizler…… 68
3.3.1.1. KVSH' nin Döviz Kuru Üzerine Etkileri……. 68
3.3.1.2. KVSH' nin Enflasyon Üzerine Etkileri……. 71
3.3.1.3. KVSH' nin Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri…..…. 73
3.3.1.4. KVSH' nin Yatırım ve Tüketim Üzerine Etkileri…… 77
3.3.1.5. KVSH' nin Milli Gelir Üzerine Etkileri…… 83
3.3.2. İstatistiki Analizler……. 86
3.3.2.1. KVSH' nin Döviz Kuru Üzerine Etkileri……. 89
3.3.2.2. KVSH' nin Enflasyon Üzerine Etkileri……. 93
3.3.2.3. KVSH' nin Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri…..…. 98
3.3.2.4. KVSH' nin Yatırım ve Tüketim Üzerine Etkileri…… 102
3.3.2.5. KVSH' nin Milli Gelir Üzerine Etkileri…… 110

3.4. Genel Değerlendirme ve Öneriler…….. 114

SONUÇ…….. 122

KAYNAKÇA…… 128

ÖZGEÇMİŞ……. 137

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ÖZET

Dünyada 20.yy sonundan itibaren genel olarak rağbet gören küreselleşmeye bağlı olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte finansal piyasaların serbestleşmesi, sermayenin kolaylıkla hareket edebilmesini sağlamaktadır. Böylece ulusal ekonomilerin birbirleriyle yakınlaşmaları ile sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesine neden olmaktadır.

Serbestleşme hareketleri ile birlikte uluslararası piyasalarda sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artması ve özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde büyük miktardaki kontrolsüz sermaye girişleri ulusal piyasalarda istenmeyen makroekonomik etkileri ortaya çıkarmaktadır. Daha ziyade uluslararası piyasalardaki faiz farklarının oluşturduğu arbitraj imkânlarından faydalanmak amacıyla hareket eden ve ülkeyi terk ediş süresi kısa olduğundan dolayı “sıcak para” diye adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketleri, yöneldiği ülkelerin döviz kanalı ile yatırım ve tüketimlerini etkileyerek cari işlemler dengesi ve milli gelir gibi makro ekonomik göstergelerini istikrarsızlaştırdığı görülmektedir.

Spekülatif amaçlı ülkeye gelen sermaye, geldiği ülkede suni bir büyüme sağlamaktadır. Bu arada spekülatif beklentilerin olumsuz yönde değişmesi, yatırımları ve tüketimi finanse eden yabancı sermaye girişi yerini kitlesel çıkışlara bırakmaktadır. Bu durumda uluslararası piyasalarda meydana gelen bir dalgalanma kolay yayılarak bu ülkeleri etkilemekte ve belli dönemlerde finansal krizler yaşanmasına sebep olmaktadır.

Türkiye’de 1980 öncesi finansal serbestleşme ve dışa açılmaya yönelik çalışmalar yapılsa da uygun ekonomik ve siyasi ortamın sağlanamamasından dolayı ülkeye yönelen sermaye miktarı kısıtlı oranda kalmıştır. Bu nedenle, 1980 yılından itibaren, yeni ekonomik kurallara uyum sağlanarak, dünya ülkeleri ile bütünleşme yoluna giren Türkiye ekonomisi, yabancı sermayeyi ülke ekonomisine çekmeyi başarmıştır. Türkiye'de 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye girişleri, Türkiye'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunları geçici

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olarak bertaraf etmeyi başarmış, ancak uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sürecini beraberinde getirememiştir. Bu liberalleşme döneminde meydana gelen spekülatif nitelikte bir büyüme dalgası kalıcı olamamış ve hemen hemen her genişleme dönemi bir kriz ile sonuçlanmıştır.

Son yıllarda tek partili iktidar ile siyasi istikrarın sağlanması piyasalar tarafından olumlu algılanmıştır. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin piyasalar üzerindeki hâkimiyetinin devam etmesi ve yüksek cari açıklar her zaman piyasaları tehdit etmektedir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ABSTRACT

Concentrating with generally accepted globalization in the latest eras with annualing the controls on capital movements, liberalization of the financial markets eased the liquization (movement) of the capital. As this way, it gave rise to becoming near with the national economies with the realization of the capital movements in global scale.

In the last years, with the raising the accelaration and the mass of capital movements for the national markets, especially in emerging economies such as Turkey, high volumed uncontrolled capital assets caused unexpected macroeconomic results. More, the short term capital movements which was named as “hot money” because of its short term outgoing of the country that is canalized for holding the advantage of arbitrage opportunuties in which was occured by the interest differantiation can be seen the unstablization of the macro economic indicators such as the national income, current transaction balance by imposing the investment and consumptions by the way of foreign exchange channel.of its beared countries.

Capital that was entered to a country for a speculative main, purveyed a speculative growth. In the same time, by changing the speculative expectiations into negative, foreign capital entries left its mission to the massive out goings. So, fluctuations in national markets spanned easily and these countries experienced financial crisis in some terms.

That’s why the possible economic and political media was inefficent, although the attemps was fulfiled in financial liberalization and and loosing the regulations before the year 1980, the foreign capital was in limited ratios. Because of this after the year 1980, by according the new economic rules Turkish economy coped drawing foreign capital in accordance with the world countries. Complete liberalization of the capital movements in the year 1989, ascending capital entries effectuated the dismiss of the problems that were caused by the Turkey’s inner dynamics temporarily but that could not provide the long term growth. In that period, such a speculative gwowth wave never became permemant and nearly resulted with a crisis in each growth.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

In the last years, political stabilization with the single party era, it was percived positively by the markets. But keeping on the dominance of the short term capital movements on markets and high current account deficit always menance the markets.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
GATT	: Gümrük Tarifeleri Ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
IBRD	: Uluslararası İmar Ve Kalkınma Bankası
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KVS	: Kısa Vadeli Sermaye
KVSÇ	: Kısa Vadeli Sermaye Çıkışı
KVSG	: Kısa Vadeli Sermaye Girişi
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
KVSY	: Kısa Vadeli Sermaye Yatırımları
KVY	: Kısa Vadeli Yatırım
MB	: Merkez Bankası
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
UVSH	: Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri
UVSY	: Uzun Vadeli Sermaye Yatırımları
UVY	: Uzun Vadeli Yatırım

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1. 1980-2007 İhracat ve İthalat Değerleri…… 59

Grafik 2. 1980-2007 Dönemi Büyüme-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi ……. 61

Grafik 3. 1980 Sonrası Dış Tic. Dengesi……. 64

Grafik 4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri- Döviz Kuru İlişkisi (1980-2007)…… 69

Grafik 5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri- Enflasyon Oranı (TÜFE) İlişkisi (1980-2007) …… 72

Grafik 6. 1980-2007 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Cari İşlemler Dengesi İlişkisi…… 75

Grafik 7. KVSH İle Yatırım - Tasarruf - Tüketim İlişkisi (1987-2007) … 81

Grafik 8. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri- GSMH İlişkisi (1980-2007) …… 84

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri …… 62

Tablo 2. Türkiye'nin 1980-2007 Dış Ticaret Verileri…….. 65

Tablo 3. 1980-2007 Yılları Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri – Döviz Kuru İlişkisi……. 70

Tablo 4. 1980-2007 yılları Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri – Enflasyon (Tüfe)…… 74

Tablo 5. Sıcak Para Girişinin Makroekonomik Etkileri…….. 75

Tablo 6. 1980-2007 yılları Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri – Cari İşlemler Dengesi…….. 76

Tablo 7. 1980-2007 Yatırım -Tüketim Değerleri……. 79

Tablo 8. 1987-2007 Yılları arası Faiz Oranlarındaki Gelişmeler……... 82

Tablo 9. 1980-2007 Yılları Arası KVSH İle GSMH İlişkisi…….. 85

Tablo 10. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Döviz Kurunun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri……. 90

Tablo11. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Döviz Kurunun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…… 92

Tablo 12. Türkiye'de KVSH ve Döviz Kurunun Ortalama, Standart Sapma ve Değişim Katsayısı 1980-2007…… 93

Tablo 13. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Enflasyonun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…… 94

Tablo 14. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Enflasyonun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri……. 96

Tablo 15. Türkiye'de KVSH ve TÜFE' nin Ortalama, Standart Sapma Ve Değişim Katsayısı 1980-2007…….. 97

Tablo 16. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Cari işlemler Dengesinin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…… 99

Tablo 17. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Cari İşlemler Dengesinin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…… 101

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 18. Türkiye'de KVSH ve Cari İşlemler Açığının Ortalama, Standart Sapma Ve Değişim Katsayısı 1980-2007…… 102

Tablo 19. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Yatırım Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri……. 103

Tablo 20. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Yatırım Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…….. 105

Tablo 21. Türkiye'de KVSH ve Yatırımın Ortalama, Standart Sapma ve Değişim Katsayısı 1980-2007…… 106

Tablo 22. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Tüketim Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…… 107

Tablo 23. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Tüketim Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri……. 109

Tablo 24. Türkiye'de KVSH ve Tüketimin Ortalama, Standart Sapma Ve Değişim Katsayısı 1980-2007…… 110

Tablo 25. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve GSMH' nin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri……... 111

Tablo 26. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve GSMH' nin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri…… 112

Tablo 27. Türkiye'de KVSH ve GSMH' nin Ortalama, Standart Sapma ve Değişim Katsayısı 1980-2007…….. 113

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

GİRİŞ

Uluslararası piyasalarda meydana gelen küreselleşme hareketlerine paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını serbestleştirmeleri ile ulusal piyasalarını uluslararası piyasalarla bütünleşme çabalarına girmektedirler. Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması, yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına kolaylıkla girip çıkabilmesine olanak sağlamaktadır. Ancak uluslararası piyasalarda rekabet edebilmek ve genellikle ülkenin mevcut kamu ve cari açıklarını finanse etmek amacıyla gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek için "yüksek faiz / ucuz döviz " politikaları uygulamışlardır. Faiz ve kur politikalarından faydalanmak isteyen ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketleri, kendi içindeki dolaşım mantığı gereği yöneldiği ülkelere kendi karakterini taşıyarak makroekonomik değişkenler üzerinde bozucu etkileri olmakta ve gelişmekte olan ülkelerin siyasi ve iktisadi politika uygulamalarını etkileyerek bu politikalarının etkilerini azalttığı anlaşılmaktadır.

Küreselleşme hareketleriyle birlikte ulusal ekonomilerin birbirleri ile bütünleşmeleri ve ekonomik ilişkilerinin hem hacim hem de derinlik bakımından geliştirmeleri, uluslararası piyasalarda meydana gelen bir dalgalanmanın kolay yayılarak bu ülkeleri etkilemesine ve belli dönemlerde finansal krizlerin yaşanmasına sebep olmaktadır.

Türkiye'nin bu uluslararası dönemsel dalgalanmalardan etkilenmesi ve sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde yaratmış olduğu makroekonomik sorunlardan ötürü, finansal serbestleşme ve buna bağlı olarak kısa vadeli sermaye hareketleri, 90'lı yıllardan itibaren araştırma gündemlerinde yer almaya başlamıştır.

Türkiye'de 1980 öncesi piyasaların, serbestleşme ve dışa açılma hareketleri, istikrarlı bir ekonomik ortamın olmaması ve yeterli bir iç pazarın bulunamamasından ötürü 1980 yılına kadar ülkemize gelen toplam yabancı sermaye miktarı yüksek seviyelerde olamamıştır. 1980 yılından itibaren,

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

sermaye hareketleri ve dış ticaret üzerindeki kontrollerin kaldırılmasına yönelik alınan kararlar ve uygulanan politikaları, 1989 yılında alınan kararların izlemesi, Türkiye ekonomisini açık bir ekonomi haline getirmektedir. Bu nedenle bu dönemde Türkiye'nin hem dış ticareti hem de ülkeye yönelen sermaye hareketlerinde önemli oranda artışlar gözlenmektedir. Ancak ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlık ve buna paralel olarak yaşanan ekonomik başarısızlıklardan dolayı bu dönemde ülkemize yönelen sermaye hareketlerinin hacmi artmış; fakat kısa vadeli ve spekülatif amaçlı bir yapıda olmuştur. Ayrıca Türkiye'nin dış ticaretinin serbestleşmesi sonucu dış ticaret hacmi artmış; fakat kronik bir cari açıkla yaşamak zorunda kalınmıştır.

1980 sonrası Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin hacmi artmış ve kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak hedefli bir sermaye hareketleri karakterine bürünmesi ile birlikte makroekonomik istikrar ve büyümenin temel politika araçları olan döviz kuru, ödemeler dengesi, milli gelir, yatırım, tüketim ve enflasyon oranlarında da ciddi dalgalanmalar meydana gelmiş ve artarak devam eden belirsizlikler yaşanmıştır. Gözlenen bu durum karşısında çalışmanın amacı, ülkeye yönelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin başlıca iktisadi değişkenler ile olan ilişkileri ele alınarak, bu değişkenler üzerinde ne gibi etkileri olduğunu iktisadi ve istatistikî kriterlerle analiz etmektir.

Bu çalışmada, küreselleşme sürecinde önem kazanan kısa vadeli sermaye hareketlerini, başlıca iktisadi değişkenler arasındaki ilişkileri üzerinde yoğunlaşılarak ele alınmıştır.

Çalışmanın I. Bölümünde genel olarak sermaye harekelerinin tanımı ve türleri hakkında açıklamalar yapılmış ve daha sonra sermaye hareketlerinin tarihi gelişimi üzerinde durulmuştur. Çalışmanın ilerleyen aşamalarında sermaye hareketlerini yönlendiren temel faktörler incelenmiş ve sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelere olan etkileri üzerinde durulmuştur. Buna paralel olarak ülkeye yönelen sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği üzerine açıklama yaptıktan sonra mevcut olumsuz etkilerinin hangi uygulamalarla azaltılacağı incelenmiştir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Çalışmanın II. Bölümünde ise ele alınan konu genel anlatımdan ziyade daha çalışmanın amacına odaklı bir anlatım sergilenmektedir. Bu bakımdan kısa vadeli sermaye hareketlerinin başlıca iktisadi değişkenler üzerine etkilerine eğilerek açıklamaya çalışılmıştır.

III. bölümde, Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin başlıca iktisadi değişkenler üzerine etkileri incelenmiştir. Bu bağlamda öncelikle Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin tarihi gelişimi Türkiye için sermaye hareketlerinin kırılma noktası olan 1980 öncesi ve 1980 sonrası şeklinde ele alınarak incelenmiştir. Daha sonra Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelme sebepleri incelenmiştir. Araştırmanın bu aşamasından itibaren Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin başlıca iktisadi değişkenler üzerine etkileri incelenirken belli kıstaslar ölçeğinde araştırma dönemi 1980-2007 olarak belirlenmiş ve bu bağlamda ele alınan değişkenler arasındaki ilişki iktisadi ve istatistiksel kriterlere göre analiz edilmiştir. En sonunda genel bir değerlendirme yapılarak, ortaya çıkan bulguların ışığında bazı öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Birinci Bölüm

SERMAYE HAREKETLERİ

1.1.SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI VE TÜRLERİ

Dünyada, son dönemlerde genel olarak rağbet gören finansal serbestleşme politikalarının doğal bir sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte iletişim ve ulaşım alanlarındaki teknolojik gelişmeler ile buna bağlı olarak bilginin ve kalifiyeli iş gücünün önündeki engellerin de kaldırılmasıyla ulusal ekonomilerin birbirleriyle yakınlaşmaları sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu da sermaye piyasalarında mekân olgusunu kaldırıp dünyayı tek bir piyasa haline getirmiştir.[1] Bu nedenle küresel finans piyasalarında sermayenin ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin (KVSH) yoğunluğu son dönemlerde çok büyük boyutlarda gerçekleşmeye başlamıştır. Bunun sonucunda da oluşan bu artış, sermayenin girdiği ülkelerin finansal piyasalarında beklenmeyen ve ani dalgalanmalara sebep olabilmekte fakat ülkenin reel sektörüne de büyük bir destek sağlayabilmektedir.[2] Bu durumda, gelişmekte olan ülkelerin asıl hedefi sermaye giriş çıkışlarındaki temel etkilerini kendi lehlerine çevirecek politikalar geliştirmeleri olmalıdır.

Dünyada küreselleşmeye bağlı olarak, finansal piyasaların serbestleşmesi, sermaye hareketlerinin boyutlarını ve hızını artırarak sermayeyi, bol ve getirisi az olan bölgelerden, nispeten daha az bulunan ve getirisinin de daha fazla olduğu bölgelere doğru yöneltmektedir. Böylece sermayenin bol olduğu ülkeler, yüksek kardan faydalanırken, sermayenin kıt

[1] Coşkun Can Aktan ve Hüseyin Şen**," Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye",** Ankara: TOSYÖV Yayınları, 1999. ss. 10-35.

[2] Muhsin Kar ve M. Arif Kara, " Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı: Türkiye Örneği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 2001, s.64

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olduğu ülkeler de gelen ek finansman kaynağından yararlanmaktadırlar. Söz konusu bu sermaye hareketleri uzun vadeli yatırımlar olabildiği gibi kısa vadeli yatırımlar şeklinde de olabilmektedir.

1.1.1. Sermaye Harekelerinin Tanımı

Ülkelerin finansal piyasalarının sınırlarını ortadan kaldırıp uluslararası finansal piyasalar kavramını getirilerek ulusal piyasaları, bu sistemin birer şubelerine dönüştürülmesi ile ulusal ülkelerin finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılmaları ile gerçek anlamda finansal serbestleşme gerçekleşmektedir. Bununla birlikte küreselleşen dünyada buna paralel olarak uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması, uluslararası düzeyde serbest finans piyasasının gerçekleştiğini söyleyebiliriz.

Ekonomi çevrelerinde kullanılan "yabancı sermaye hareketleri" kavramındaki yabancı kelimesi ile ulusal ülkenin sınırlarının dışı kastedilmektedir. Ulusal ülkedeki yabancı sermaye ise yabancıların ülkelerinin sınırları dışına çıkarak ek bir getiri sağlamak amacıyla geldiği ülkedeki mevcut sermayenin içinde, yerli sermayenin dışında kalan sermaye stokuna denmektedir.[3] Böylelikle yabancı sermaye hareketleri, bir ülkenin sınırları içerisindeki yerleşik kişi ve kuruluşların ülke sınırları dışına ek bir getiri sağlamak için yaptıkları fiziki ve mali sermaye yatırımlarına denilmektedir.[4]Bu fiziki ve mali sermaye yatırımları ise arz tarafının yabancı olduğu sermayenin diğer bir ülkeye yaptığı bina, fabrika, arazi ve diğer üretim tesislerine fiziki, diğer yandan yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu,

[3] Rıdvan Karluk, **"Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı",** Ekonomik İstikrar, Büyüme Ve Yabancı Sermaye, Ankara: TCMB,2001,s.100

[4] Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 15.B., İstanbul: Güzem Yayınları, 2003, s.406.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

vadeli banka mevduatları ve ihracat kredileri gibi yapılan alım satım işlemlerini de mali yatırımlar olarak belirtebiliriz.

1.1.2. Sermaye Harekelerinin Türleri

Ulusal sınırların dışındaki piyasalarla yapılan tüm fiziki ve mali sermaye yatırımları ile ilgili işlemler, vadelerine göre kısa ve uzun vadeli, başka bir tasnife göre de işlemi yapanın kişiliğine bakarak özel ve resmi şeklinde ayırabiliriz[5]. Bu çalışmada sermaye hareketlerini, vadelerine göre tasnif edilerek ele alınmaktadır. Bu nedenle sermaye hareketleri uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde iki bölümde açıklanacaktır. Böylelikle uluslararası portföy yatırımları şeklindeki dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile yabancı tahvil ve hisse senetleri alım satımlarını gerek özel gerekse resmi olsun uzun vadeli sermaye hareketleri (UVSH) içerisinde incelenecektir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ise uluslararası reel faiz oranları farklarından doğan getiriden faydalanmak ve spekülatif amaçlı kısa vadeli fonlar şeklindeki bonolar ve kredileri dahil edilecektir.[6]

1.1.2.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri, yabancı yatırımcıların ulusal ülkelere yaptıkları ya da ulusal ülkedeki yerli yatırımcıların ülke sınırları dışında yaptıkları vadesi bir yıldan daha uzun süre olan sermaye giriş ve çıkışlarına denilmektedir.[7]

Yabancı sermaye yatırımları, üretim maliyetlerinin düşük olduğu, yurt içi piyasası canlı, makro ekonomik dengeleri oturmuş, uluslararası alanda kredibilitesi yüksek, istikrarlı ve yüksek büyüme oranlarına sahip olmasından dolayı riskin az, karlılığın fazla olduğu gelişmekte olan ülkelere

[5] Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama,** s.406
[6] Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, 4.B., İstanbul:Güzem Cam Yayınları,No:19,2003,s.59.
[7] Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama.,** s.406

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yönelmektedirler. Ayrıca dinamik ve başarılı olmuş gelişmekte olan ülkelere yapılan uzun vadeli sermaye yatırımları döviz ve yatırım malları dışında üretim teknolojileri, yönetim bilgileri, pazarlama teknikleri ve pazarlama potansiyelleri ile lisans ve know-how[8] gibi mali olmayan varlıklar şeklinde de giriş yapabilmektedirler.[9]

UVSH' ne konu olan yatırımların bir başka ülkeye hareket etmesi, ayrıca o yatırımların karlılık ve tatmin düzeyleri de sermayeyi cezp etmektedir. Eğer ki yabancı sermaye, yatırım yapmak istediği ülkeye yatırım yaparken karlı ve tatmin edici bir yatırım olup olmayacağına bakmaktadır. Burada karlı ve tatmin düzeyinden anlatılmak istenen yabancı sermayenin yapmış olduğu yatırımlardan dolayı oluşacak maliyetlerin, yapılan yatırımdan alınması beklenen getiri ile karşılaştırıldığında ek bir gelir elde edilmesidir. Bununla birlikte karlılık tek başına yatırım yapmak için yeterli bir neden değildir. Ayrıca yatırımda yatırımcıyı tatmin etme olgusu da önemlidir. Yatırımların tatmin düzeyleri ile kasıt ise yapılması beklenen yatırımlardan elde edilecek karın sermaye sahibini tatmin edebilmesi daha doğrusu yatırım yapmaya değmesi anlamına gelmektedir. Bu şartların oluşması yatırımcılar için başka bir ülkeye yatırım yaparken önemli bir referans olmaktadır.

1.1.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Vadesi bir yıla kadar olan ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan sermaye yatırımlarına kısa vadeli sermaye hareketleri denilmektedir.[10] Bu yatırım şekli genellikle kısa vadede çok kazanç elde etmeyi amaçlar. Bu tür sermaye hareketleri, giriş yapılan ulusal ülke ile uluslararası piyasalardaki faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkânlarından faydalanmak amacıyla hareket eden ve ülkeyi terk ediş süresi kısa

[8] Kısaca bir üründen ya da yöntemden en verimli ve kolay biçimde yararlanabilmek için o konudaki bilgi ya da başka bir ifadeyle ticari sırların tümüdür.
[9] Y.Yüksel Ayvaz ve Diğerleri, "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelemesi", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:13, Sayı:1,2006, s.178
[10] Seyidoğlu**, a.g.e.,** s.407

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olduğundan dolayı "sıcak para" diye adlandırılan sermaye hareketleridir.[11] Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri, ticari bonolar, finansman bonoları, hisse senetleri, kısa vadeli borç senetleri ve bunlara yönelen portföy yatırımları, bankalara ve diğer özel kuruluşlara verilen kısa vadeli krediler ile banka mevduatları ve banka dışı diğer varlıklardaki kısa süreli değişmeleri içermektedir.[12]

Dış borçlarını ödemekte güçlük yaşayan ulusal ülkeler faiz oranlarını yükseltmek, döviz kurlarını ve vergi oranlarını değiştirmek suretiyle borçlarını finanse edebilmek için bu fonların ülkeye girişini özendirebilmektedirler. Bu tür sermaye hareketleri dış ticaretin finansmanı için alınan krediler ile olabileceği gibi ülkeler arasında reel faiz farklılıklarından[13] ve döviz kuru değişmelerinden yararlanmak için yapılan KVS girişleri şeklinde de olabilmektedir. Bu sermaye giriş çıkışları, kur ve faiz değişmelerine karşı çok duyarlı olup kolayca bir ülkeden diğerine hareket edebilmektedir. Yani ulusal bir ekonomideki faiz oranları uluslararası faiz oranlarından yüksek ise o ülkeye sermaye girişi olmaktadır. Buna karşın ulusal ülkenin faiz oranları uluslararası faiz oranlarından düşük ise sermaye çıkışı olmaktadır.[14]

1.2. DÜNYADA SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHİ GELİŞİMİ

Kapitalizmin ortaya çıktığı ve gelişmeye başladığı 18. ve 19. yüzyıllarda yeni buluşların üretime uygulanması ve buhar gücüyle çalışan makinelerin endüstride kullanılması ile sanayi devrimi gerçekleşmiştir. Bu süreçte üretim seviyesi yükselmiş, artan oranda sürekli bir ekonomik büyüme gerçekleştirilmiş ve buna bağlı olarak Avrupa'da ki sermaye birikimi de

[11] Punam Chuhan, Gabriel Perez-Quiros Ve Helen Popper**," International Capitalf Lows: Do Short-Term Investment And Direct Investment Differ?"** The World Bank: Polıcy Research Workıng Paper, Ekim 1996,s.1

[12] Korkut Boratav, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri" **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Eylül 2001, s.9

[13] Reel faiz oranı, nominal yani belirlenen faiz oranlarından enflasyon oranının çıkarılması, arındırılmasıdır. Reel faiz farkı, yurt içi reel faiz oranı ile yurt dışı reel faiz oranı farkıdır.

[14] Nejla Adanur Aklan, **"Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları Ve Değişen Yapısı",** Http://Sbe.Balikesir.Edu.Tr/Dergi/Edergi/C5s7/Makale/C5s7m3.Pdf, (15 Aralık 2007), s.36

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

artmıştır. Ekonomik büyümeyle orantılı olarak sermaye birikiminin artması Avrupa ülkelerini üretilen ürünleri pazarlayacağı ve yeni yatırım bölgeleri bulma arayışına itmiştir. Bu dönemde sırasıyla buharlı gemilerin ortaya çıkması ile buhar gücünün lokomotiflerde kullanılmaya başlanılması, ilk ticari amaçlı telgraf servisinin hizmete sokulması ve telefonun icadı gibi ulaşımın ve iletişim ağlarının gelişmesiyle dünyanın farklı yerleriyle fiziki temas kurma imkânı ortaya çıkmış ve bunun doğal bir sonucu olarak ülkeler arasındaki ticaret hızla gelişerek artmıştır. Böylelikle ulusal ülkeler uluslararası ticarette geçmiş deneyimlere göre yüksek hacimli ticaret yapma imkânını yakalamışlardır. 20.yy' nin başına kadar ülkeler arası ticaretten kaynaklanan uluslararası para hareketlerinde altın bu dönemlerde önemli bir role sahipti. Çünkü dünya pazarlarının parasal anlamda altın standardı sistemini işlemlerde uygulaması o dönemlerde herhangi bir değişim problemi ve transfer sorununa neden olmamıştır.

Uluslararası serbest finans sisteminde gerçekleşen bu yabancı yatırımlar 1864'de 4 milyar doların altındayken 1913'de bu 44 milyar doların üzerine çıkmış bununla birlikte 60 milyon kişi de Avrupa'nın dışında yeni yerleşim alanlarına göç etmiştir.[15]

19. yüzyılda ortaya çıkan bu hızlı sanayileşme, Avrupa'yı dünyanın sermaye, sanayi ve üretim merkezi haline getirmesi ve bunun sonucu Avrupalı sanayileşmiş ülkeler arasında dünyada iktisadi ve siyasi hâkimiyeti ele geçirme mücadelesi başlamıştır.[16] Avrupa devletleri bu politika doğrultusunda ucuz hammadde ve iş gücü sağlama ve özellikle yeni pazarlar elde etme çabası ile kendi aralarında bir sömürge yarışına girmeleri sonucu 1914'te I.Dünya Savaşı meydana gelmiştir.

Birinci dünya savaşının ilan edilmesi ile birlikte savaşa girmeyen tarafsız ülkelere altın akımı şeklinde sermaye girişi olmuştur.[17]Birinci dünya

[15] Tuğrul Görgün, **"Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları",**Ankara: DTM, 2004, s.15

[16] Ahmet , Asnas, "I. Dünya Savasına Giden Yol Ve Osmanlı Devleti'nin Savaşa Girmesinde İttihat Ve Terakki'nin Rolü",ÇOMÜ: **Çanakkale Savaşları Tarihi Semineri**, Ocak 2004, http://canakkalesavaslari.comu.edu.tr/data2/23.pdf(Erişim Tarihi:20.12.2007)

[17] Gül Günver Turan, **Uluslar arası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**, Ankara: Türkiye İŞ Bankası Kültür Yayınları, Yayın No.205,1980, s.46

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

savaşının akabinde uluslararası sermaye hareketlerinin endüstriyel dağılımında ve yapısında önemli değişiklikler olmuştur. Artık dünya üzerinde öncü devletlerin pozisyonları değişerek Avrupa'nın yerine yenidünyanın lideri ABD kredi verme pozisyonuna gelmiştir. Avrupa devletleri savaşın etkilerini gidermek amacıyla ABD'den kredi yoluyla borçlanmaya başlamışlardır.

Birinci dünya savaşının ardından, 1929'da Büyük Depresyon'un baş göstermesi o dönemde finansal serbestleşme adına hüküm süren liberal ekonomi anlayışına göre ekonomiye devletin müdahale yapmaması görüşü zedelenmiş olup o dönemin muhalif ünlü iktisatçıların ve politikacıların görüşleri büyük rağbet görmüştür. Bu nedenle bu bunalımdan etkilenen ABD de dâhil birçok ülke buhranın etkisiyle tekrar sermaye kontrollerini uygulamaya başlamışlardır. 1929 Bunalımının etkileri geçmeden II. Dünya Savaşı'nın başlaması, küreselleşme sürecini yavaşlatmıştır. Dolayısıyla ülkeler dış ticarette sıkı korumacı politikalara yönelmeleri ile uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları artırmışlardır.[18] Bu politikalar sonucu Avrupa'da ticaret hacminin 1928'ler de 58 milyar dolarken 1935 yılında 20,8 milyar dolara gerilemiştir.[19]

1920-30' lu dönemde yaşanan yabancı sermaye hareketlerinin duraklamasında ekonomik buhran büyük rol oynasa da tek sebebi bu değildir. Çünkü aynı dönemlerde meydana gelen Türkiye' deki Milli Mücadele hareketleri, Çin' deki Sun Yat Sen hareketleri, Rusya' da yaşanan ihtilal, gelişmekte olan ülkeleri etkilemekle birlikte uluslararası piyasada milliyetçilik ve bağımsızlık duygularını artırmıştır.[20] Böylelikle bu ulusal ülkeler yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcıları ülkelerinde istemeyebilmişlerdir.

Bu dönemlerde uluslararası sermaye ve ticaret piyasalarında yaşanan olumsuzlukları gidermek, dünya ticaretini serbestleştirmek ve savaştan zarar gören ulusal ekonomilere yeniden yapılanması için gereken yardımları sağlayabilecek bir uluslararası ticari ve mali sistem kurulması amaçlandı. Böylece Bretton Woods Sistemi, II. Dünya Savaş'ı daha

[18] Aktan ve Hüseyin Şen,**a.g.e.,** ss. 10-35
[19] Görgün, **a.g.m,** s.20
[20] T. Güngör Uras, **Türkiye'de sermaye Yatırımları**, İstanbul: Formül Matbaası, 1.Baskı, Kasım 1979,s.31

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

bitmeden 1944'te Bretton Woods kasabasında toplanan Birleşmiş Milletler Para ve Finans konferansında kurulmasına karar verildi. Bu konferansta Dünya Bankası diye bilinen Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) kurulmasına karar verilmiştir.[21] Bu konferansta alınan karar ile dolar, altına dönüştürülebilen tek para biriminin olmasına, diğer para birimlerinin değerlerinin de dolara göre ayarlanmasına karar verilmiştir.[22] Bunların dışında 1947'de Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT), ve OECD gibi uluslararası kuruluşların hayata geçirilmesi globalleşme sürecine ivme kazandırmıştır. Tarihimizde yaşanan bu savaşlar ve Büyük Depresyon'un etkisiyle ülkeler dış ticarette sıkı korumacılığa yönelmiş, ülkelerin savaş ve ekonomik durgunluğun etkilerinden kendilerini korumaya çalışmaları sonucu sermaye hareketleri önemli ölçüde yavaşlamıştır.

1960'lı yıllara gelindiğinde ABD'nin Vietnam Savaşı nedeniyle savunma harcamalarının artması ile birlikte dolara karşı bir spekülasyon başlamıştır. Bu dönemde doların devalüe edileceği haberleri yayılınca diğer ülkelerin dolar verip altın istemeleri hem ABD piyasalarında para arzını artırması hem de altın rezervlerini azaltması ABD ekonomisini zorlamaya başlamıştır.[23] Bunun üzerine ABD hükümeti tarafında 1971 ağustosunda doların altına olan konvertibilitesinin geçici olarak askıya alınması gibi bazı önlemler alınmıştır. Bu olayın üzerine doların devalüe edilmesiyle sabit kur sistemi terk edilerek halen devam eden uluslararası dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Böylece Bretton Woods sistemi tek taraflı olarak fesih edilmiş oldu. Bu düzenlemelerden sonra gümrük vergileri gibi birtakım korumalar kaldırıldı.[24]

II. Dünya Savaşı'ndan sonra hızlı bir artış gösteren sermaye hareketleri 1973-74 ve 1979-80 yılarında meydana gelen Petrol Krizleri ile uluslararası sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olmuştur. Bu dönemde petrol ithalatı için ödenen fiyat giderek yükselerek üretim

[21] Turan,**a.g.e**.,s.90
[22] İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitap Evi, Baskı:7,Ocak 2000, s.562
[23] Parasız,**a.g.e**.,s.567
[24] Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama,** s.533

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

faaliyetlerini azalttı ve ülkelerin dış ticaret dengelerini olumsuz etkiledi. Ulusal ülkeler petrol ithal edebilmek için diğer ithal kalemlerini kısma yoluna gittiler. Petrol ihraç eden özellikle Arap ülkelerin ellerinde biriken yüksek miktardaki nakit paranın bir kısmı lüks harcamalara, önemli bir kısmı da ülkelerinde etkin bir finans ve bankacılık sistemine sahip olmamaları nedeniyle Avrupa'daki bankalara mevduat olarak yatırılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin bu bankalardan aldıkları yabancı kredileri ödeyememelerinden dolayı sorunlar yaşamaya başlamaları dünya üzerinde ekonomik bir yavaşlamaya ve bir borç krizine itmiştir.

Bu petrol şoklarıyla fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli artışlar sebebiyle ulusal ülkeler enflasyonla mücadele adına daraltıcı para politikalarına yönelmişlerdir. Bu durum piyasaları daha da derin bir gerilemeye itmiştir.[25] 1980 sonrasında petrol fiyatlarının düşmesi, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını liberalleşme ve finansal serbestleşme ile ulusal piyasalarını uluslararası piyasalarla bütünleşme çabalarını artırmıştır.

1990'lı yıllara gelindiğinde ise, 9 Kasım 1989 yılında Berlin Duvarı'nın yıkılması ile 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin çöküşü ve Soğuk Savaşın sona ermesi ile Komünist devletler, ABD ve Avrupa ülkelerine yaklaşmaya başlamışlardır. Böylece finansal serbestleşmenin önündeki engellerden biri daha ortadan kaldırmış ve eski doğu bloğu ülkelerinin batı ile yakın ekonomik ve siyasi bütünleşme içine girmelerine sebep olmuştur. Yabancı sermaye yatırımların özelliklede çok uluslu şirketlerin bu dönemden sonra finansal serbestleşmenin artması ile dünya piyasalarına damgasını vurarak uluslararası yatırım hareketlerinin lokomotifliliğini yapmıştır.[26]

20.yy. sonlarına doğru gelişimini tamamlayan Avrupa Birliği'nin kendi içerisinde ve üçüncü ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımını engelleyen bütün uygulamaları ortadan kaldırılması ile bu dönemde atılan çok önemli adımlardan biri olmuştur.

[25] Rudiger Dornbusch ve Stanley Fischer, **Makroekonomi,** Çev. Erhan Yıldırım ve Diğerleri, İstanbul: McGraw-Hill ve Akademi Yayınları, 1.b., Mart 1998, s.231
[26] Görgün, **a.g.m,** s.24

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Gelişmekte olan ülkelere özellikle 1990'lı yıllarda dünya faiz oranlarındaki gelişmelerin sermaye akışını hızlandırdığını; ancak 1997 yılında Asya'da başlayan ve daha sonra Rusya ve Brezilya'ya da yayılan krizlerin etkisi ile krizden önce UVSH 8,7 milyar dolardan %91 azalarak 0,8 milyar dolara gerileyerek ciddi bir azalma görülmüştür.[27] Buna karşın KVSH 1997 yılında 1,7 milyar dolar iken 1998 yılında yaklaşık olarak % 47,7 oranında artarak 2,6 milyar dolara seviyelerine çıkmıştır. Buradan da anlaşıldığı gibi dünya piyasalarında yaşanan bu krizler uluslararası ekonomik birimler tarafından tedirginlik yaratması nedeniyle yatırımcılar pozisyonlarını uzun vadeden kısa vadelere çevirmişlerdir.

1990 yılında, uluslararası piyasada yabancı sermaye hacmi 1.769 milyar dolarlar seviyelerindeyken, 2004 yılına gelindiğinde bu oran 8.895 milyar dolara yükselmiştir. Bu durumu ortaya çıkaran, en belirgin gelişme, yabancı sermaye yatırımının kontrollü olduğu Rusya, Polonya, Macaristan, Romanya ve özellikle Çin'e yabancı sermaye girişlerinin artması olmuştur.[28]

Günümüzde KVSH' nin yönü ise uluslararası piyasada önemli pay sahibi olan özellikle ABD, AB ve Japonya gibi ülkelerin ekonomilerindeki dönemsel olumsuz tablolar yüzünden örneğin ABD, faiz oranlarında yaşanan bir düşüş, sermayenin gelişmekte olan ülkelere yöneldiği; buna karşın faiz oranlarında meydana gelebilecek bir artış ile de çıkan sermayenin geri döndüğü bir dönemde bulunuyoruz.[29]

Sonuç olarak, 20.yy 'ın sonlarına doğru Berlin duvarının yıkılması ve Sovyetler Birliği'nin dağılması ile dünya piyasaları iki kutuplu sistemden ayrılıp gelişimini tamamlayan Avrupa birliği, ABD ve Japonya gibi üç kutuplu bir dünyaya dönüşmüştür. Öyle ki dünya ticaretinin %80 bu üç kutbun elinde bulunmaktadır. Yinede Çin, uluslararası sistemde her geçen gün dünya piyasasındaki payını genişletmektedir. Ayrıca 1990'lı yıllardan 2008'li yıllara kadar ulusal ülkelere yapılan yabancı sermaye hareketlerini uyaran ve yönlendiren başlıca etken artık sermayenin arbitraj kazancını takip etmesi

[27] Güven,**a.g.m**.,s.83

[28] Zafer Yükseler, **"Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İs-Yatırım Ortamı İlişkisi"**, Ankara: TCMB, Aralık 2005, s.4.

[29] Turan Yay ve Diğerleri, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul: İTO, Yayın no: 2001-47,s.28

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olmuştur. Böylelikle sermayeyi uyaran ve yönlendiren etkilerin değişmesi sermayenin türünü ve karakterini de değiştirerek günümüz dünyasında uluslararası sermayenin vadesinin kısaldığının ve özellikle borç kökenli ve spekülatif amaçlı bir karakter kazandığını görmekteyiz.

1.3. SERMAYE HAREKETLERİNİ YÖNLENDİREN TEMEL FAKTÖRLER

Genel olarak sermaye hareketlerini yönlenmesinde etkili olan temel faktörler olarak, öncelikle taraflardan biri olan ulusal ülkenin siyasi ve ekonomik yapısındaki etkenleri; bir diğer taraf ise uluslararası düzeydeki etkenler olarak iki durum üzerinde durulmaktadır.

Ulusal ülke açısından sermaye hareketlerini yönlenmesinde etkili olan faktörlere bakıldığında, öncelikle ulusal ülkeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılar ellerindeki fonları ve bundan elde etmeyi planladıkları karları hiçbir engel ile karşılaşmadan kendi ülkelerine götürebilmeleri için ulusal ülkenin finansal sisteminin yeterince liberalize olmasını isterler.[30] Ayrıca bu yabancı yatırımcıların yapacakları yatırımların getirisini hesaplayabilmeleri ve ileriyi görebilmeleri açısından siyasi istikrarlılığın da olması beklenilmektedir.

Bir ülke ekonomisinin istikrarlı bir şekilde büyüyebilmesinde gerek duyulan yatırımları yapabilmesi için bu etkenlerden en önemlisi yeterli düzede tasarruf miktarına ihtiyaç duyulmasıdır. İstenilen yatırımları yapabilmek için de gerek duyulan tasarruf düzeyini belirleyen etmen ise ülkenin gelir düzeyidir. Gelişmekte olan ülkeler de düşük gelir düzeyinden dolayı tasarrufların yetersiz kaldığı için sermaye faktörü az bulunmaktadır. Dolayısıyla yetersiz tasarruf ve yatırımlar ile istenilen düzeyde ekonomik kalkınmada başarılı olamamaktadırlar. Bu nedenle ulusal ekonomilerindeki bu durumu çözebilmek için sınırlarının dışındaki tasarruflara

[30] Mehmet Aksaraylı ve Özhan Tuncay**, " Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği"**, 2. Ulusal İktisat Kongresi / 20-22 Şubat 2008, s.3

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yönelmektedirler.[31] Bu durumda ekonomik büyüme için yapılması gereken yatırımların finansmanında yurt içi tasarrufların yetersiz kaldığı ya da bununla birlikte yurt dışı fonlardan da yararlanılmak istenildiği durumlarda bunu üç farklı şekilde gerçekleştirebilirler. Öncelikle yabancı yatırımcılar doğrudan yapabildikleri gibi birçok kredi verebilen uluslararası finans kurumlarından borçlanarak ya da gelişmiş ülkelerden sağlayacakları yardımlarla ulusal ülkeler yatırımlarını finanse edebilmektedirler.[32]

Gelişmiş ülkelerin yüksek gelir düzeyine paralel olarak yeterli tasarruf ve yatırım imkânları olduğundan dolayı sermaye bu ülkelerde bol miktarda bulunmaktadır. Bu durumda gelişmiş ülkelerdeki getirisi az olan sermayenin, nispeten daha yüksek getirisi olan az gelişmiş ülkelere kayması doğal bir sonuçtur.

Gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarsız faiz ve enflasyon oranları ile döviz kurları ve hükümetin ulusal ekonomideki paylarının yüksek olması yabancı yatırımcıların bu ülkeler ile ilgili geleceğe yönelik planları ve özellikle yatırımları, kısa vadeli tutabilmektedirler.[33] Gelişmekte olan ülkelere yapılan yabancı sermaye yatırımlarının uzun vadeli olması ya da ülkenin ekonomik büyümesine katkıda bulunacak fiziksel yatırımları ülkeye çekebilmesi için öncelikle fiyat istikrarını sağlamalıdırlar. Çünkü yatırımcılar yatırımlarını yaparken veya planlarken o ülkenin fiyatlar genel düzeyine bakmaktadırlar. Fiyatlar genel güzeyinde meydana gelebilecek sürekli artışlar o piyasa üzerinde belirsizlik ortamı oluşturabilmektedir.[34] Böylece yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar gelecekle ilgili sağlıklı düşünememektedirler. İlerisi için sağlıklı kararlar alamayan yatırımcılar bu nedenle yatırımlarını kısa vadeli ve kalıcı olmayan yatırımlara yönelmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerin, elverişli yabancı finansman olanaklarından faydalanmaları için faiz istikrarı da önemli bir etkendir. Faiz oranlarında meydana gelebilecek aşırı dalgalanmalar büyümeye yönelik

---

[31] Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", **C.Ü. İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, S.142

[32] Dornbusch ve Stanley Fischer, **a.g.e**., s.285

[33] TCMB, **"Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri",** Ankara: Banknot Matbaası, Haziran 2002, s.64

[34] Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, Para Politikası, İstanbul: Avcı Ofset, 2003, s.64

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yatırımları uzaklaştırırken, kısa ve spekülatif amaçlı kar elde etmek isteyen yabancı sermayeyi teşvik etmektedir. Ayrıca ulusal ekonomilerde devletin başrol oynaması ve döviz kurlarına müdahale etmesi ile ekonomik faktörlerin verimli kullanılmadığı ve ayrıca döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların, yapılan yabancı yatırımların geri ödemelerinde sıkıntı yaşanılabileceğinden dolayı yabancı yatırımcılar, ya yatırım yapmaktan vazgeçmektedirler ya da bu etkileri ortadan kaldıracak koruma veya kur garantileri almak koşulu ile yatırım yapmaktadırlar.[35] Böyle durumda da yerli yatırımcıların rekabet gücü yabancılara karşı azalmakta ve ulusal sınırlar içine giren sermayenin verimliliği düşmektedir.

Kısaca sermaye hareketlerinin yönünü etkileyen birçok faktör olmakla beraber bu faktörleri özetlemek gerekirse, yatırımın yapılacağı ulusal ülkede ki kişi basına düşen milli gelir düzeyi, işgücü maliyetleri, enflasyon oranı, faiz oranları, döviz kurları, kamu maliyesinin yapısı ve işleyişi, eğitim düzeyine paralel olarak kalifiyeli iş gücü oranı gibi ekonomik göstergelerdir. Sermaye hareketleri, yöneldiği ülkenin nüfusu, milli geliri düzeyi ve ticaret hacmi gibi unsurlarla pozitif bir ilişkisi varken, enflasyon ve işgücü maliyeti gibi unsurlar ile negatif bir ilişki vardır.[36] Bununla ile birlikte o ülkedeki yargı ve hukuk düzeninin yatırım için elverişli olup olmadığının ve özel mülkiyet haklarına ilişkin düzenlemelerin yapılıp yapılmadığı da etkili olmaktadır. Ayrıca ülke sınırları içerisine giren yabancı sermayenin giriş ve çıkışlarında yaşanması muhtemel sorunları, yeni firma kurarken ulusal ülke tarafından istenilen koşulların fazlalığı ve yatırım maliyetlerin yanı sıra ülkedeki vergi oranları, dış ticaretin gelişmişlik düzeyi de yatırım kararı almada etkili olmaktadır. Bunların dışında yolsuzluk ve rüşvetin piyasalarda yoğun bir şekilde kullanılması ve piyasadaki şeffaflık düzeyi yabancı yatırımcıların yatırımlarını yaparken hesaba kattıkları göz ardı edilmemelidir.[37]

[35] Dornbusch ve Stanley Fischer, **a.g.e.,** s.165
[36] Cynthıa Benzıng, Capital Flows And Financial Crises: Theory Versus Reality**, Atlantic Economic Journal**, Volume 29, Number 1 / March, 2001, s.110
[37] Yükseler, **a.g.m.,** s.3.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Sermaye hareketlerini yönlendiren temel faktörlere genel olarak değindikten sonra bu sermaye girişini ve sermaye çıkışlarını sağlayan faktörler olarak iki ayrı başlıkta incelenecektir.

1.3.1. Sermaye Girişini Sağlayan Faktörler

Yabancı sermaye hareketlerini bir ülkeden başka bir ülkeye yönlendiren yani kendi ülkesinden ya da bulunduğu ülkeyi bırakıp başka bir ülkeye gitmesinde en temel amaç kar faktörüdür. Bu kar faktörü, yatırımcı açısından mevcut bulunduğu ülkeden daha fazlasını kazanacağına inanıyor ve düşünüyorsa bu yatırımcı bulunduğu ülkeyi terk ederek ve karşılaşacağı her türlü riski de üstlenerek bir başka ülkeye yatırımını yapacaktır. Bu bölümde yabancı yatırımcıların bekledikleri kar düzeyini sağlayacak ne gibi yatırım ortamlarının hazırlanamaması halinde sermayenin o ülke sınırları içine gireceği açıklanılmaya çalışılmıştır.

Ulusal ülkeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılar yatırım yaparken o ülkenin gelişmiş piyasalara göre, yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip olması, yeni sektörlere aç, gelişen bir ekonomik yapıya sahip olması, iş gücü maliyetlerinin düşük ve firmaların sektörde tekel konumda bulunması gibi faktörler bu yatırımcıları teşvik edebilmektedir.[38] Dolayısı ile bu yabancı yatırımcılar sahip oldukları fonları kendileri açsından en iyi şekilde kullanarak bir kar maksimizasyonunu sağlamayı amaçlamaktadırlar. Sermayenin girdiği ülkede ise ihtiyaç duyulan fonlar, yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi ve refah düzeyini olumlu yönde destekleyebilmektedirler.[39]

Son dönemlerde gelişmiş ülkelerin piyasalarda nominal faiz oranlarının düşmesi ile bir çok yatırımcı portföylerindeki getirilerini artırmak ve gelirlerini sürdürebilmek için yeni yatırım alanlarına ve bölgelerine yönelmektedirler. Böylece daha yüksek kar elde edebilmek amacıyla bu

[38] Kürşat Yalçıner," İMKB'de Portföy Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Ocak 2001, s.2
[39] Kar ve M. Akif Kara,**a.g.m.,** s.63

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yatırımcılar, yatırım için daha elverişli yeni, gelişmekte olan piyasalara ek riskler almaya istekli olabilmektedirler.

Uluslararası finans piyasalarında en yüksek getiriyi elde etme arzusunda olan bir yabancı finansal yatırımcı portföylerindeki getirilerini artırmak ve gelirlerinin devamlılığını sağlayabilmek için yeni yatırım alanlarına ve bölgelerine yönelmesini sağlayan makro ve mikro ekonomik faktörlerin yanı sıra yatırımın yapılacağı bölgenin sosyal ve kültürel özellikleri de etkili olabilmektedir.

1.3.1.1. Makro Ekonomik Faktörler

Bir ülke ekonomisinin istikrarlı bir şekilde büyüyebilmesinde gerek duyulan yatırımları yapabilmesi için öncelikle o ilgili ülke tasarruf etmelidir. Eğer bu tasarruf yetersiz kalıyorsa dış âlemden borçlanma yoluna gidilmeli ya da yardım şeklinde yabancı tasarruflara yönelmelidir.[40]

Sermaye hareketlerini yönlendiren temel faktörlerden biri de uluslararası piyasalardaki, genellikle de gelişmiş ülkelerde reel faiz oranlarının düşmesi ve hisse senedi piyasalarındaki karlılık oranlarının azalması ile bu piyasada bol miktarda bulunan sermayenin reel faiz oranı daha yüksek ve getirisi daha fazla olan hisse senedi piyasalarının olduğu ülkelere yönelmesidir.[41]

Ulusal ülkeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcıların bu ülkelere yatırım yapmasındaki etkenlerin tamamı gelişmekte olan ülkeler ile ilgili olmayıp bunun bir kısmının da yabancı sermayenin geldiği ülkeden de kaynaklanabilmektedir. Yani bazen gelişmiş ülkelerde de dönemsel aksaklıklardan ötürü sermaye kendi ülkesini terk edebilmekte ve koşulların iyileşmesi durumunda tekrar geri dönebilmektedir. Mesela uluslararası piyasalarda büyük pay sahibi olan ülkelerin faiz oranlarında meydana gelen bir düşüşün, bu ülkenin ekonomisinden sermayenin çıkmasına neden

[40] Dornbusch ve Stanley Fischer, **a.g.e**, s.284
[41] Aksaraylı ve Özhan Tuncay, **a.g.m.,** s.3

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olabilmektedir. Buna karşın faiz oranlarında meydana gelebilecek bir artış ile de çıkan sermayenin geri gelmesi muhtemeldir. Yalnız bu yatırımcılar için tek neden faiz oranlarındaki hareketler olmamakla birlikte gelişmekte olan ülkelere kıyasla bu ülkeler daha gelişmiş ve daha verimli çalışan piyasalara sahip olası yatırımcılar için risksiz bir yatırım olarak görülmektedir. Böylece gelişmekte olan ülkelerdeki daha yeni ve gelişimini tam tamamlamamış piyasalarda işlem yapmanın maliyetinden ve risklerinden kaçınabilmektedirler.[42]

Yeryüzünde bir üretimin gerçekleştirilebilmesi için iş gücünün, sermayenin, doğal kaynakların ve bunlara ilaveten teknolojinin ve bilgiden oluşan üretim faktörlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Günümüzde bu faktörler de yetmeyip nitelikli iş gücüne, ucuz maliyetli sermayelere, kaliteli doğal kaynaklara, modern teknolojiye ve bu üretim faktörlerini en etkin şekilde birleştirecek teknik bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak bu üretim faktörleri yeryüzünde dengeli biçimde dağılmamıştır. Dolayısı ile ulusal yatırımcılar gerek yurt içinde gerekse yurt dışında üretim faktörlerinin az, kalitesiz ya da yüksek maliyetli olduğu bölgeden, üretim faktörlerinin bol, kaliteli ve maliyeti düşük olan bölgelere gitmesi doğaldır.

Uluslararası piyasalarda ulusal ülkelerin yabancı sermayeyi ülkelerine çekebilmek için ucuz işgücü, büyük pazar boyutlarına sahip olma ve doğal zenginliklerin bolluğu gibi çekici faktörler önemliyken son yıllarda küresel dünyada bilginin ve teknolojinin önem kazanması ile teknolojik alt yapıların yeterliliği ve eğitim düzeyinin yüksekliği daha fazla önem kazanmıştır. Birleşmiş Milletlerin 2001 Yılı Dünya Yatırım Raporu'na göre yabancı sermayeyi yönlendiren faktörlerin başında yatırım ve ekonomi siyasetlerinin liberalizasyonu, teknolojik gelişmeler ve değişen kurumsal stratejiler olarak belirtilmektedir.[43] Çünkü uluslararası yabancı yatırımcılar, teknolojik tasarım ve piyasalara yenilikler getirebilecek, buluşlar yapabilecek eğitim ve yeteneği olan işgücü ve yöneticilerin olduğu teknik ve bilimsel ortamları istemektedirler.

---

[42] Şeyda İnandım, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", **Ankara: TCMB**, Kasım 2005, ss.20-21

[43] Cem Kozlu, **Öfkeden Çözüme**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yay.,Mart 2003,s.156

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Bunlara ilaveten gelişmekte olan ülkelerin etkin işlemeyen, derin ve sağlıklı finansal piyasalarının bulunmamasından dolayı bu ülkelerdeki piyasalar spekülatif amaçlı sermaye hareketler açısından cazip hale gelmektedir.[44] Bu durumda denetim dışı kalan sermaye kendi inisiyatifleri ve amaçları doğrultusunda bu ülkelere giriş yapmaktadırlar.

1.3.1.2. Mikro Ekonomik Faktörler

Sermaye girişini sağlayan mikro ekonomi düzeyindeki etkenlerden birincisi uluslararası tanınmış şirketlerin ürünlerinin dış piyasada yabancıların kalitesiz üreterek şirketin unvanını zedelememesi ve şirket sırlarının korunması için yurt dışında da kendisi üretmeye kalkmasıdır.[45] Böylelikle sermaye taşınmış bulunmaktadır.

Bir ülkedeki İhracatçı firmalar ihraç ettikleri ülkede farklı tarife ve kotalarla karşılaşıyorsa maliyetleri düşürmek ya da pazarı kaybetmemek adına o piyasada üretime başlayabilirler. Bununla birlikte bunun terside mümkündür. Eğer ulusal piyasadaki yatırımcı firmalar ülkedeki kısıtlamalardan ve yasal düzenlemelerden kurtulmak için böyle düzenlemelerin olmadığı maliyetlerin düşük olduğu ve hatta vergi indirimleri gibi teşviklerin bulunduğu ülkelere sermayeler kayabilmektedir. Bunun dışında bazı ulusal firmalarda müşteri portföyünü takip ederek onların gittiği ülkelere müşterilerine hizmet götürmektedirler.[46]

Farklı ulusal ülkelerdeki şirketler diğer ülkede ürününü pazarlamak istemekle birlikte o ülkedeki yabancılara yönelik yüksek maliyetlerden ya da yeni bir pazara açılma risklerinden korunmak için bu iki ülkenin firmaları kendi aralarında işbirliği şeklinde ortak pazarlama ya da

[44] Hidayet Keskin ve diğerleri,"2001 Krizinin Ekonomik Ve Siyasi Yönleri Üzerine Bir Değerlendirme Çabası",**Süleyman Demirel Üni. SBE dergisi**, sayı.2,yıl.2, Güz 2006, s.48
[45]Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, s.724
[46] Görgün, **a.g.e.**, s.8

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

hizmet anlaşmaları yapabilirler.[47] Böylece bir taraf diğer tarafı belirli piyasalarda temsil edebilmektedir.

Gelişmiş ülkelerin büyük şirketleri, karlarını artırmak ve yeni geniş pazarlara ulaşmak için üretim faktörlerinin bol ve uzuz olduğu ülkelerden bunları temin edebilmektedir.[48] Bununla birlikte birçok şirket daha da ileri giderek emeğin ve hammaddenin bol ve ucuz olduğu ulusal ülkelerde üretim tesislerini kurabilmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerde ki emek-yoğun malların üretiminde çalışan işçilerin ücretlerinin düşük olması, sosyal giderlerinin az olması ve işçi haklarının kısıtlı olmasından dolayı yabancı firmalar yatırım maliyetlerini düşüren bu faktörlerin görece düşük oldukları ülkelere yatırım yapabilmektedirler.

Sermaye girişini sağlayan mikro düzeyde birçok etken olmakla birlikte bir başka faktörde uluslararası firmaların ya da ekonomik bireylerin sermayelerini başta ekonomik ve siyasi krizler olmak üzere piyasalardaki dalgaların etkilerinden korumak için üstlendikleri riskleri dağıtarak portföylerini çeşitlendirebilmektedirler. Böylece yabancı yatırımcıların riskleri dağıtma güdüsü ile hareket etmek istemesi, yerel sermayelerin ülke sınırları içerisinden çıkartarak dünya coğrafyasına yayılmasını hızlandırmaktadır.[49]

1.3.1.3. Sosyal ve Kültürel Faktörler

Yabancı sermayenin başka bir ülkede yatırımlarını yaparken göz önünde bulundurduğu sosyal ve kültürel faktörler büyük öneme sahiptir. Ulusal ülkelerin güvenlik düzeyi, refah seviyesi, çevre sorunları, uyuşturucu trafiği ve terörizmle olan mücadelesi, salgın hastalıklar, insan hakları, şeffaflık

[47] Seyidoğlu**, a.g.e.,** s.723
[48] Hakan Özyıldız, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü", **Hazine Dergisi**, Sayı.11, Temmuz 1998, S.3
[49] Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İTO, Eylül 1998,s.28

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ve yolsuzluk gibi konular artık uluslararası ekonomik politikalardan ayrı düşünülmemektedir.[50]

Yabancı yatırımcılar yatırımlarını başka bir ülkeye yapmadan önce o firmalar, faaliyette bulundukları ülkenin yasal ve idari ortamına ve firmaların karşılaştıkları ticari düzenlemelere bakmaktadırlar.[51] Çünkü ileride olabilecek anlaşmazlıklarda hakkını arayabileceği güvenilir bir adalet sisteminin varlığı, yatırımcı açısından yapacağı yatırımların güvende olacağı hissi verecektir. Bu güven ortamının oluşması sermayenin bu ilgili ülkeye yönelmesinde etkili olacaktır.

Sermaye hareketlerini yönlendiren faktörlerin sosyal tarafı o ülkenin eğitim düzeyiyle, yabancı dil konuşma oranıyla, gelir dağılımıyla, genel olarak güvenlik sorunlarıyla, işsizlik oranıyla, açlık sınırında yaşayan insanların genel nüfusa oranıyla, etnik ve dini yapısıyla ve insanların gelecekleri ile ilgili kaygılarının bütünüyle ilgilenmektedir.[52] Ulusal ülkede yaşayan insanların hükümetlere olan güvenlerinin yitirilmesi, süreklilik arz eden yüksek enflasyon ve zamlar gibi olumsuz ekonomik tabloları artık hayatın bir parçası olarak görmeleri halinde oluşan sosyal yapıdaki bozulmalar ve dengesizlikler piyasayı oluşturan toplumu potansiyel tehlike haline getirmektedirler.[53] Bu durumda yapılan reformlar ve kalkınma planları halkın siyasi otoritelere güvenmemesinden dolayı başarılı olma ihtimalleri düşük olmaktadır. Bu olumsuz sosyal ekonomik yapıyı gören uluslararası kredi kuruluşları ve yabancı yatırımcılar özellikle de UVSY, bu durumdaki ulusal ülkeler için olumsuz düşünerek uzun vadeli yatırımlar yapmayacaklardır ve ülkenin kredibilitesini uluslararası düzeyde düşüreceklerdir. Fakat siyasi ve ekonomik otoritelerin, ulusal ülkede yaşayan insanların güvenini kazanarak iktidara geçmeleri, yapacakları kalkınma planları ve reformları halkın da katkısı ile başarılı olma olasılığı yüksek olacaktır.

[50] Aktan ve Hüseyin Şen, **a.g.m**.,s.17
[51] Yükseler, **a.g.m.,** s.9.
[52] Özyıldız, **a.g.m**., s.8
[53] Keskin ve diğerleri,**a.g.m.,** s.49

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Ekonomik dalgalanmaların yaşandığı durumlarda da bu geçerlidir. Halkın güvenini kazanmış bir iktidarın kredibilitesi, halk nezdinde ve yabancı piyasalarda yüksek olabilmektedir. Bu yeteneği kazanan hükümetler aynı zamanda krizlerle mücadele yollarından birini de elde edebilmektedirler. Yani ekonomik dalgalanma ya da kriz dönemlerinde gerek KVS gerekse UVS yatırımcıları hükümetlerin kriz yönetiminde başarılı olabileceğini düşünüyorsalar sermayelerini geri çekmeme yönünde karar alabilmektedirler. Böylelikle krizlerin daha fazla derinleşmeden çözülmesine ya da dönemsel geçici dalgalanma olarak kalmasına vesile olabilmektedirler.[54] Bu yeteneği gören diğer yabancı yatırımcılar da ülkeye yönelebilmektedirler.

İş ve yatırım ortamı açısından gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar olsun yatırım yapma kararı alırken değerlendirmelerindeki temel kriterlerden biriside şeffaflıktır. Şeffaflık düzeyi düşük olan ülkeler de yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılar karşılaşacakları muhtemel riskleri ve getirileri önceden kestirememeleri yatırımcı açısından daha fazla risk pirimi üstlenmesine neden olarak maliyetleri artırmaktadır.[55] Bu da ekonomik büyümeye katkı sağlayabilecek doğrudan uzun vadeli yatırımları engellemektedir.

Bunların dışında gelişmiş ülkelerin çevre koruma sorunları ve küresel ısınma gibi doğayı koruma bilincindeki artışların son yüzyılda önemli ölçüde destek görmesi ile alınan kararlar ve önlemler firmaların maliyetlerinde de bir artışa neden olmuş ve ek mali yükler getirmiştir. Örneğin kimya, çimento ve deri sanayileri gibi doğayı çok kirleten sanayiler kısıtlamaların olmadığı ya da az olduğu gelişmekte olan ülkelerine yönelmektedirler.

[54] Keskin ve diğerleri,**a.g.m.,** s.47

[55] Mustafa Duran, **Türkiye'de Yatırımlara Sağlanan Teşvikler ve Etkinliği**, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Kasım 2002,s.99

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

1.3.2. Sermaye Çıkışına Neden Olan Faktörler

Bu bölümdeki sermaye çıkışı ile anlatılmak istenen gelişmekte olan ülkelere göre gelişmiş piyasaların, düşük ekonomik büyüme oranlarına sahip olması, yeni sektörlere doymuş, durağan bir ekonomik yapıya sahip olması gibi faktörlerden dolayı ülkesini terk edip kar maksimizasyonu sağlamak amacıyla gelişmekte olan ülkelere sermayenin yönelmesi kast edilmemektedir. Bu çalışmada ulusal ülkeye giren sermayenin bu ülkeden çıkma nedenleri araştırılmaktadır.

Genel olarak yabancı yatırımcı ülkeye gelirken elde etmeyi planladığı karların ve koşulların bozulmasından dolayı bu ülkeyi terk edip daha yüksek getiri olanaklarına sahip başka bir ulusal ülkeye yönelmesi sermaye çıkışını sağlayan en temel faktördür.

1.3.2.1. Ekonomik Faktörler

Sermaye çıkışına neden olan sebepleri incelerken yabancı yatırımcının ülkesini terk edip başka bir ulusal ülkede yatırım yapma kararı almasını etkileyen faktörlere bakmak gerekir. Bu kararı almasında etkili olan faktörlerin başında yabancı yatırımcıların kendi ülkesinde dönemsel koşullar nedeniyle oluşan olumsuz ekonomik durgunluktan dolayı sermayesini koruma adına ülke sınırları dışına çıkabilmesidir. Böyle durumlarda yabancı sermayenin geldiği ülkede koşulların düzeldiği durumlarda sermaye tekrar geri dönebilmektedir. Burada gelişmekte olan ülkelerin yapacak bir şeyi olmamakla birlikte sadece bu tür sermaye çıkışlarının olabileceğini düşünerek mali sektörlerin etkin bir denetim ve gözetimi için sağlam bir altyapı oluşturarak sermaye çıkışının olumsuz etkilerini en asgari düzeye indirebilirler.

Ulusal ülkenin elinde olmayan nedenlerden ötürü sermaye çıkışına sebep olan faktörlerden bir diğeri ise bazı sermaye hareketleri kendi yapısı itibariyle de ülke sınırları dışına çıkabilmeleridir. Bu sermaye

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

hareketlerinin başında KVSH gelmektedir. KVSH kendi beklentileri doğrultusunda da ülkeyi terk edebilmektedir. Çünkü KVS, yabancı bir ülkeye girerken ekonomide yapay bir büyüme yarattığını ve bu kalıcı olmayan büyümenin o ülkenin siyasi ve finansal yapısına bağlı olarak makro ekonomik istikrarını bozucu etkiler gösterebileceğini bilmektedir. Bu durum daha gerçekleşmeden işlerin kötüye gideceğini anladıkları anda ülkeyi terk etmektedirler. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde hafif atlanılması beklenen dalgalanmalar bu sermaye hareketleri ile derin bir kriz şeklinde karşımıza çıkabilmektedirler.

Sermaye çıkışına neden olan bir diğer faktör ise eğer ülkede sabit döviz kuru politikası uygulanıyor ve bununla birlikte uyumlu para ve maliye politikaları uygulanmıyor ise bunun sonucunda piyasanın zayıflaması, reel kurun aşırı değerlenmesi ve ülkenin cari açığının yükselmesi kaçınılmaz olacaktır.[56] Bunu gören yabancı sermaye ileride olması muhtemel devalüasyondan çekinerek karını en optimal seviyede tutup ülkeyi terk edebilmektedir. Bu durumda eğer yapısal reformlarda yapılmaz ya da gecikirse uluslararası finans kuruluşları ulusal ülkenin kredi notunu düşürme eğilimine gidebilirler.[57] O zaman sadece KVSH ülkeyi terk etmekle kalmayıp UVSH de planlarını tekrar gözden geçirip gitme ya da yatırımlarını azaltma eğilimine girebilmektedirler.

Basite indirgersek sermaye hareketlerinin temel nedeni, ulusal ve uluslararası aktifler arasındaki getiri farklılığından kaynaklanmaktadır. Sermayenin girdiği dönemlerdeki ulusal ülkenin ekonomik tablolarının değişerek farklı bir duruma geçtiğinde yabancı yatırımcılar yatırımlarını tekrar gözden geçirirler. Yani ulusal ülkenin faiz oranlarının dünya faiz oranlarından düşük belirlenmesi ve bununla birlikte enflasyon oranlarının da yüksek olması ile ulusal ülkenin reel faiz oranlarının uluslararası reel faiz oranlarına kıyasla

[56] Aslan Eren Ve Bora Süslü, " Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:41, Eylül-Ekim 2001, ss.662-674
[57] Boratav, "**2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, s.14

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

düşük olduğu ya da sermayeyi sınırlar içerisinde tutacak kadar cazip olmadığı durumlarda sermaye ülkeyi terk edebilmektedir.[58]

1.3.2.2. Politik Faktörler

Ulusal ülke içerisinde siyasi istikrarsızlık ve belirsizlik sermaye hareketlerini derinden etkileyen faktörlerin başında gelmektedir. Siyasi ve buna bağlı iktisadi otoritelerin uygulayacakları reform ve politikaların istikrar ve düzen sağlayabilmesi iktisadi birimlerin bu otoritelere güvenmeleri ile gerçekleşmektedir. Çünkü piyasa tarafından benimsenmeyen hiçbir politika başarılı olamamıştır. Eğer Ulusal ülkede siyasi belirsizlik ve bu siyasi istikrarsızlıktan dolayı bütün iktisadi birimler gelecekle ilgili sağlıklı karar alamıyorsa portföylerinde finansal araçlar ve gayrimenkul miktarlarını kısarak daha kısa vadeli yatırımlara, hemen likiditeye dönüşebilecek finansal varlıklara ve özellikle nakit olarak tutmaya yönelmektedirler.[59] Bu durumda yabancı yatırımcılarda yatırımlarını kısa pozisyonda tutmaktadırlar. Bununla birlikte eğer gelecekle ilgili olumlu düşünmüyorsalar ülkeyi terk etme kararı da alabilmektedirler.

Yabancı yatırımcının yatırım yaptığı ülkeden yatırımını çekmesinde etkili olan bir diğer siyasi faktör ise politikacıların siyasi rant peşinde koşmalarından kaynaklanmaktadır. Gerek seçim öncesi seçime yatırım şeklindeki genişletici politikaların uygulanması olsun, gerekse hemen alınması gereken mali disiplin kararlarını seçim kaygılarından ötürü seçim sonrasına bırakılması piyasaların bozulmasına ve ekonomik dalgalanmaların krize dönüşmelerine sebep olabilmektedir. Bu durumda da yabancı yatırımcıların ekonomi politikalarının ciddi yönetilmediği ortamlarda doğrudan yatırım yapmayı pek düşünmezler. Ayrıca sorunları ertelemek gelecekteki çözüme yönelik politikaların yaratacağı toplumsal maliyetleri de artıracaktır.

[58] Aklan, **a.g.m.,** s.37
[59] Orhan ve Seyfettin Erdoğan**, a.g.e.,**s.18

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Sermayenin ülkeyi terk etmesinde başka bir sebepte siyasi otoritenin ekonomi üzerinde aşırı müdahaleci olması ve dolayısı ile ekonomi ile ilgili yasaları, reformları ve kararları sürekli değiştirmeleri yabancı yatırımcıları yatırım kararı almakta kararsız kalmaya yöneltmektedirler.[60] Böylelikle yatırımcılar hızlı büyüme potansiyeli olan geleceği parlak başka bir ulusal piyasaya yönelebilmektedirler. Bununla birlikte, ekonomi ile ilgili kararlar alınırken bu kararların belirli bir gruba özel olmayıp ülkenin menfaatleri için alınması ve bu kararlar genel ve kalıcı olması oldukça önemlidir. Eğer ekonomik konjektüre göre alınan kararlar değiştirilmesi gerekiyorsa bile siyasi otorite kararın tam tersi şeklinde kararlar değil de yürürlükte olan kararın eksik görülen yanlarını değiştirerek özü bozulmadan yapılmalıdır. Çünkü birçok gelişmekte olan ülkede siyasi otoriteler değiştiğinde bir önceki hükümetin kararlarını kaldırıp yerine farklı bir karar yürürlüğe koyabilmektedirler. Bu durumda ülke ekonomisi açısından pek bir ilerleme yapılamamaktadır. Ayrıca ulusal ülkenin siyasi yöneticilerin sorumsuz açıklamalarda bulunması ya da ülkenin sorunlarını siyasi platformda tartışmadan kamuoyu düzeyinde çatışmaları ülkeyi hem siyasi hem de ekonomik olarak germektedir.[61]

Ulusal ülkenin seçimle gelen siyasi otorite yapısı da ülkenin geleceği ile ilgili yerli ve yabancı ekonomik bireylere bir fikir vermektedirler. Şayet siyasi otorite tek partili bir iktidarsa ulusal ülkenin tüm yönetim kolları iktidar ile uyumlu çalışacağı ve alınan karların yürürlüğe zaman kaybetmeden ve fazla zorluk yaşamadan koyulacağı fikri hâkimdir. Böylelikle siyasi istikrar sağlanmakta ve elverişli bir yatırım imkânı doğmaktadır. Eğer ki siyasi otorite farklı dünya görüşlerine sahip çok partili bir koalisyon hükümetine sahipse ulusal ülkenin yapacağı yapısal reformların gerçekleştirilmesinde büyük gecikmeler yaşanacağı ve bu siyasi istikrarsızlıkla uygulanan istikrar programlarının da başarılı olabilmesi için gerekli olan finansal desteği

[60] Erdoğan Alkin, "**Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi",** Ekonomik istikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye", Ankara: TCMB,2001,s.15
[61] Boratav, "**2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, s.14

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

uluslararası finansal kuruluşlardan sağlayamayacağı geçmiş deneyimlerden görülmektedir.[62]

Siyasi ve ekonomi otoritelerinden kaynaklı krizlerden en fazla yerli yatırımcı ve uzun vadeli yatırım yapan yabancı yatırımcıları olumsuz etkileyecektir. Buna karşın kısa vadeli spekülatif amaçlı sermaye ise bundan kazançlı çıkacaktır. [63] Çünkü spekülatif sermaye kriz ve belirsizlik ortamlarında ani iniş ve çıkışlardan kazanç sağlayabilmektedirler.

1.4. SERMAYE HAREKETLERİNİN İLGİLİ ÜLKEYE FAYDALARI VE ZARARLARI

Sermaye hareketlerinin, yatırımın yapıldığı ülkeye olan faydaları ya da zararları, yapılan yatırımın hangi alana yapıldığına, getirilen teknolojinin türüne, yabancı sermayenin ortaklık içindeki payına, kar transferinin yapılıp yapılmadığına ve faaliyet süresine bağlıdır.

1.4.1. Sermaye Hareketlerinin Faydaları

Ekonomik büyüme için yapılması gereken yatırımların finansmanında yurt içi tasarrufların yetersiz kaldığı ya da bununla birlikte yurt dışı fonlardan da yararlanılmak istenildiği durumlarda gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermayeyi kullanmak isteyebilmektedirler. Bu fonları kullanmaktaki amaç, bir takım ekonomik yararlar ede etmektir.

Yatırımın yapıldığı ülke, yabancı kaynakları kullanarak öncelikle ülkenin sermaye birikimine katkıda bulunur ve böylelikle ülkenin istihdam düzeyini ve üretim miktarını artırarak ekonomik büyümeyi sağlamaktadır. Ayrıca yabancı sermaye yapmış olduğu sermayeyi ülkesine götürmeyip

[62] Keskin ve diğerleri,**a.g.m.,** s.52
[63] Boratav, "**2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, s.14

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

tekrar üretime sokarak gittiği ülkenin üretim kapasitesine artı bir değer kazandırmaktadır.

Yabancı sermaye, sermayesini bir ülkeye yatırırken bu sermaye ile birlikte bu sermayeyi işleyecek alt yapıyı, teknolojisini ve işletmecilik bilgisini de beraberinde götürmektedir. Böylelikle hem yeni yatırımlar için yabancı fonları kullanmaktadır hem de yerli personel bu sayede, yeni teknoloji ve yönetim bilgileri konusunda bilgi sahibi olabilmektedirler. Çünkü uluslararası yabancı yatırımcılar, beraberlerinde getirecekleri personeller ile birlikte yerli personellerinde bir uyum içerisinde çalışmasını sağlayacak eğitimin verilmesi ile üretimde uyum ve verimliliği artırılacağı beklenilmektedir.[64]

Gelişmekte olan ülke yabancı sermayeyi ülkesine çekerken dış borçların finansmanında kullanabileceği döviz elde etmektedir. Bununla birlikte yurt dışından sağlanan bu krediler gelecekteki sahip olacağımız gelirleri, harcama olanağı vermekte ve böylelikle ekonomide satın alma gücünü artırabilmektedir.

Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar, uluslararası nitelikteki firmalara sahip oldukları için dış piyasaları çok iyi bilmektedirler. Bu yatırımcıların uluslararası piyasalarda satış ve pazarlama kanalları bulunmaktadır. Böylelikle yatırımın yapıldığı ülkedeki üretilen ürünleri dış pazarlara satılmasında katkıları olacaktır. Gelişmekte olan ülke, yabancı şirketlerin bu imkânlarından faydalanarak ürettiği ürünü satacak pazarı kolaylıkla bulabilmektedir.

Yabancı sermaye yatırımları ile gelişmekte olan ülke, yeni iş sahaları yaratacağından sektör çeşitliliğinin faydalarından da yararlanabilmektedir. Böylece yeni iş olanakları kazanmakla kalmıyor, aynı zamanda işsizlik sorununu çözerek ülke refahını artırabilmektedir.

Yabancı sermayenin üretime girmesi ile o ülkeye vergi vermektedir. Böylelikle hükümetler için yeni vergi gelirleri artmaktadır.

[64] Uras, **a.g.e.**,s.44

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Örneğin Çin'in 2000 yılındaki vergi gelirlerine baktığımızda vergi gelirlerinin yaklaşık % 20 'si yabancı sermayeli şirketlerden elde edilmiştir.[65]

Kısaca uluslararası sermayenin yapıldığı ulusal ülkeye sermaye birikiminin yanı sıra, pazarlama olanakları ve becerisi ile ihracatın artmasına, yatırımı yaparken sermaye ile birlikte gelen yeni teknolojileri üretime katmada, know-how, yeni üretim teknikleri ile yönetim becerisi sayesinde üretim ve istihdam artırmayı amaçlamaları şeklinde özetleyebiliriz.[66]

1.4.2. Sermaye Hareketlerinin Zararları

Genel olarak, gelişmekte olan ülkelerde, mali kaynakların etkili ve verimli kullanılması için aldıkları yabancı sermayenin, özellikle de kısa vadeli ve spekülatif amaçlı sermayenin ekonomik istikrara bir katkıda bulunması beklenirken, bunun tam tersi olarak istikrarsızlığı besleyerek bu ülkelerde finansal kriz potansiyelini artırabilmektedir.[67]

Gelişmekte olan ülkeye giren yabancı sermayenin bu ülkelerin finansal piyasalarında hem girişte hem de çıkışta ülkenin siyasi ve finansal yapısına bağlı olarak o ülkenin makro ekonomik istikrarını bozucu etkiler gösterebilmektedir. Sermaye hareketliliğinden dolayı, özellikle ulusal paranın yabancı para birimleri karşısında değerinin artması ile ihracatın azalıp ithalatın artmasına ve böylece cari işlemlerde oluşacak açık ile devalüasyon beklentisini oluşturabilmektedir. [68] Beklentilerin kötüye gitmesi ve panik havası, sermaye çıkışlarını hızlandırarak bekleyişlerin daha da kötüye gitmesine neden olmaktadır. [69] Bununla birlikte sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek bir dalgalanma, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik

---

[65] Hayrettin Demircan, **Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri,** Ankara: Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Mart 2003, s.8

[66] Zafer Yükseler, **"Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İs-Yatırım Ortamı İlişkisi"**, Ankara: TCMB, Aralık 2005, s.3.

[67] Aysu İnsel ve Nesrin Sungur ,"**Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği –1989:III-1999:IV**", **,** ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresi, 13-16 Eylül 2000, s.6

[68] Kar ve M. Arif Kara , **a.g.m**.,, s.64

[69] Samih Güven, " Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri Ve Türkiye Örneği" ", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi,** Ağustos 2001,s.80

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yapısına göre reel döviz kurunun değerlenmesinin yanı sıra, hızlı parasal genişlemeye, tüketim ve yatırımda meydana gelen bir yükselişe ve bununla birlikte enflasyonist baskılara ve cari açıklar gibi diğer makro ekonomik istikrarı bozucu etkilere yol açabilmektedir.[70]

Yabancı yatırımcıların yatırımın yapıldığı ülkede sermayenin giriş ve çıkışında bir takım etkilerinin olduğu ve hatta o ülkenin makro ekonomik istikrarını bozucu etkiler gösterebildiği genel literatürde kabul görmektedir. Fakat bu olumsuz etkiler daha ziyade kısa vadeli sermaye hareketlerinden olduğu kabul edilip, uzun vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri göz ardı edilmektedir. Uzun vadeli sermaye hareketlerinin yapıldığı ulusal ülkedeki olumsuz etkileri, izledikleri politikalara göre değişse de genel itibariyle yerli yatırımcılara göre elde etikleri teşvik ve kazanımlar ile haksız bir rekabet üstünlüğü sağlamaktadırlar.

Yabancı sermaye, tasarrufların yetersiz olduğu, bu yüzden yeni ve yenileme yatırımlarının yapılamadığı, üretimde kullanılan teknolojilerinin modern seviyelere yükseltilemediği durumlarda ulusal ülkeler dış sermayeye giriş imkânı vermektedir. Yabancı sermayede geldiği yere göre görece ucuz ve karlı olan ülkenin ana sektörlerini ele geçirerek ekonomiyi denetim altında alabilmekte ve bu konuda söz sahibi olabilmektedirler.[71] Bu kaynakların kullanımı özelleştirme veya ortaklık yoluyla doğrudan yabancı sermayenin kontrolüne geçmesi ulusal ülkenin ülke sınırları içindeki hâkimiyetine sınırlama getireceği gibi ülkenin siyasi ve ekonomik bağımsızlığını da tehlikeye sokabilmektedir.[72] Yabancı sermaye yatırımlarının ulusal sermayeye oranı ne kadar fazla ise bu tehlike o kadar büyümektedir.

Yabancı sermaye, yatırımların yapıldığı gelişmekte olan ülkelerde yerli ve yabancı yatırımcıların entegrasyonunun sağlanamadığı ekonomilerde ekonominin bütünlüğünü bozabilmektedir. Yabancı sermaye modern teknolojisi, üretim bilgisi ve teknikleri ile gelip üretimde uygularken, ulusal sermaye geleneksel üretim yöntemleri ile üretim yaparak ekonomik yapıyı

[70] Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, **Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects,** Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper 302, ss.3-4

[71] Seyidoğlu, **a.g.e.,** s.730

[72] Kula, **a.g.m.,**s.144

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

bölebilmektedirler. Ayrıca bu durum uzun vadede bu rekabet ortamında yabancı sermayenin lehine dönerek yerli sermayeyi piyasadan tasfiye edebilmektedir.

Ulusal ülkeye gelen yabancı yatırımcıların ülke içerisinde yaptıkları üretim faaliyetlerinde yerli kaynakları kullanmadıkları, bunu geldikleri ülkeden temin ettiği ve elde ettikleri karları yeniden üretimde kullanmayıp geldiği ülkeye transfer etmesi durumunda beklenilen faydaları sağlamayıp tersine ülke kaynaklarını çok ucuza kullanıp kazanç sağlayarak geri döndükleri gözlenmektedir.

Yerli yatırımcılar rekabet edebilmek için ülkeye gelen yabancı yatırımcıların yaptığı üretim olanakları ile üretim yapmak istediklerinde o üretim teknolojisini satın almak zorunda ve ayrıca bu üretim teknolojisini kullanacak yabancı iş gücünü de transfer etmek zorundadır. Böylelikle yabancı yatırımcı, kendi ülkesindeki teknolojiyi bir nevi ekonomik zorunluluktan dolayı yerli üreticiye satma imkânı doğmaktadır. Böylece yabancı üretici her üretim teknolojisini yenilediğinde rekabet gücünü kaybetmemek için yerli üreticide o yabancı sermayenin teknolojisini periyodik olarak ithal etmek zorunda kalacaktır. Böylelikle bu durum ulusal ülkenin dışarıya karşı teknolojik bağımlılığını artırmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yabancı sermayenin faaliyetlerini yani yapacakları yatırımlarını büyük ölçüde ihracata dönük olması istemektedirler. [73] Fakat yabancı sermaye her zaman ihracata yönelik yatırımlar yapmamakla birlikte, belirli bir kar maksimizasyonunu sağladıktan sonra kendi ülkesine ya da merkezine kar transferlerini yapmaları, dış faktörlere yapılan ödemeler ve yabancıların işletmeyi kurarken yapılan ithal mal girdileri gibi faktörler ekonomiyi ve özellikle işsizliği olumsuz etkilemektedirler.

Ulusal ülkeye giren yüksek miktardaki yabancı sermaye etkin bir şekilde verimli yatırımlarda kullanılmaması halinde vadesi gelen fonların geri ödenmesinde de sorunlar yaşayabilmektedirler. Hatta vadesi gelen fonların ödenmemesi durumunda sürdürülemez yüksek faizden tekrar borçlanma

[73] Uras, **a.g.e.**s.43

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yoluna gidebilirler. Bu fon yönetimi ile durumlar daha da kötüye hatta iflasa kadar gidebilmektedir.[74] Bu yüzden kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli yatırımlar yapılmamalı ve borcu borçla finanse etme yoluna gidilmemelidir.

Spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin, her zaman ani sermaye çıkışı olma ihtimalinin yüksek olmasından dolayı ulusal ülkelerin para otoriteleri önemli ölçüde döviz rezervi bulundurmaktadırlar. Böylece sermaye girişlerinin olduğu durumlarda piyasada ki ekonomik istikrarı sağlamak adına sterilizasyona giderek rezervlerini artırmak zorunda kalabilmektedirler. Bu sterilizasyonun açık piyasa işlemleri ile yapılması, yurt içi faiz oranlarının yüksek olması ile de Merkez Bankası 'nın (MB) mali yükü artmaktadır.

Bu açıklamalara ek olarak küreselleşme ile birlikte kaçınılmaz olarak finansal serbestleşmenin de dünya geneline yayılması sermayenin kolaylıkla hareket edebilmesini sağlamıştır. Ancak bu süreçte ulusal ülkelerin yabancı sermayeyi çekme adına sermayeye pirim verirken sosyal kalkınmaya yönelik harcamaların kısılmasına bununla birlikte maliyetleri düşürücü kazanılmış sosyal haklarında kaldırılmasına ve bir takım sosyal aksamalara yol açacak politikalara yönelmeleri ile gelir eşitsizliğini de artırmaktadırlar. [75]

1.4.3. Sermaye Hareketlerinin Sürdürülebilirliği

Sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkeler için sürdürülebilir olmasında uluslararası konjektürün yanı sıra o ülkelerin koşulları da belirleyici olmaktadır. Bu ekonomik koşullar uygulanan ekonomik politikalar ve büyüme performansları ile bu büyümenin nasıl ve hangi kaynaklar kullanılarak gerçekleştiğine bağlıdır. Eğer ulusal ülkeye yapılan yabancı sermayenin girişi, reel ekonomide ki yüksek büyüme oranlarından, yapılan ekonomik reformlardan ve başarılı kur politikalarından kaynaklanıyorsa ülkeye giren bu sermayenin ani ülkeyi terk etmesi zayıf bir olasılıktır. Aynı şekilde yabancı sermaye girişinin asıl nedeni ülkede yürütülen yüksek reel faiz oranı ise bu

[74] Kaya,**a.g.e**.,s.39

[75] Ömer Özpınar Ve Ergün Şimşek, "Küreselleşmenin Getirdiği Sorunlar Ve Bu Sorunlara Çözüm Önerileri" ,**Uludağ Üniversitesi İİBF Fakültesi Dergisi**, Cilt 22, Sayı 2, 2003,s.7

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yapılan yatırımın beklenmedik bir durumda ülkeyi terk etmesi yüksek bir olasılıktır.[76] Bu nedenle bu sermaye girişini sağlamaktan daha önemlisi bu sermayenin, yatırımların finansmanı için sürdürülebilir olmasıdır.

Yabancı sermayenin gayrisafi yurt içi hâsılaya oranının yüksek olması ve bununla birlikte yabancı sermaye girişlerinin sabit sermaye yatırımları içerisindeki oranının yüksek olması yatırımın yapıldığı ulusal ülke açısından en olumlu performansı sergilemiş olarak kabul edilebilir.[77]

Genel konjektüre bakıldığında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğini korumada bir takım ülkeler diğer ülkelere göre daha iyi bir performans çizmiştir. Yatırımın yapıldığı ulusal ülkelerdeki yerli ve yabancı sermayenin ulusal piyasalardan ani çıkışların olmadığı ülkelere bakıldığında bu ülkelerin bir takım yapısal özellikleri dikkat çekmektedir.[78] Bu özelliklere kısaca değinmek gerekirse:

- Para ve siyasi otoritelerin istikrarlı bir makroekonomik politikalar üretmeleri ve uygulamaları,
- Ulusal ülkenin reel döviz kurunun uzun vadede değerlenmesini önleyecek geçici olmayan yapısal tedbirlerin alınması,
- Ulusal ülkenin ekonomisinin istikrarlı bir şekilde büyüyebilmesinde gerek duyulan yatırımları yapabilmesi için ilgili ülkenin yüksek düzeyde yurt içi tasarruf etmesi,
- Ulusal ülkenin dış ticarete konu olan sektörlerinde yüksek yatırım oranlarının olması,
- Cari işlemler açığının disiplin altına alınması,
- Ulusal ülkenin ihracat düzeyinin yüksek olması,
- Uzun vadeli sermaye girişlerinin toplam sermaye yatırımları içerisindeki oranının yüksek olması,

[76] Yasemin Türker Kaya, **" Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği"**, DTP yayın no:2448, Ağustos 1998, s.30
[77] Yükseler, **a.g.m.,** s.6
[78] Kaya**, a.g.m.,** s.32

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Uluslararası piyasada yaşanan dönemsel dalgalanmalardan etkilenmeyen veya ulusal piyasasının bu dalgalanmalardan en asgari şekilde etkilenen ülkelerin bu özellikleri sağladığı görülmüştür.

1.4.4. Sermaye Hareketlerin Olumsuz Etkilerinin Azaltılması

Dünyada küreselleşmeye bağlı olarak finansal piyasaların da serbestleşerek sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artması ile özellikle de sürekli ve hızlı hareket eden kısa vadeli sermaye hareketlerinin getirmiş olduğu olumsuz etkileri gidermek amacıyla bu hareketleri durdurmak günümüz koşullarında pek mümkün değildir. Fakat yatırımın yapıldığı ulusal ülkelerde sermaye giriş çıkışlarından dolayı oluşacak finansal krizleri başlamadan önlemek veya krizlerden ulusal ülkelerin ekonomilerinin fazla etkilenmeden kurtulmalarını sağlayacak bir takım önlemler vardır.

Yatırımın yapıldığı piyasalar açısından sermaye hareketleri ile ilgili ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere getirmiş olduğu olumsuz etkileri gidermek ya da en aza indirmek amacıyla yapılan tedbirlerin başında Tobin Vergisi gelmektedir. James Tobin, spekülatif amaçlı uluslararası sermaye hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde meydana gelebilecek finansal ve ekonomik dalgalanmaları engellemek için spekülasyon yapma maliyetlerini artırmak amacıyla, bütün uluslararası kambiyo işlemlerini etkileyecek bir verginin uygulanmasını önermiştir. [79] Bu tür vergilemedeki amaç bir yabancı sermayenin ulusal ülkeye girerken getirdiği döviz üzerinden çok düşük oranda vergilendirilmesi ve böylece her değişimde bu verginin alınması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin dolaşımını caydıracağı öngörülmüştür. [80] Böylelikle bu tür vergileme yöntemi uzun vadeli sermayeler üzerine fazla maliyet yüklemezken kısa vadeli sermaye hareketlerinin dolaşımına yüksek

[79] Fatih Saraçoğlu Ve Özgür Şahan," Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği",**Sayıştay Dergis**i, Sayı:55, s.73

[80] James Tobin, "A Proposal for international monetary reform**", Eastern Economic Journal**, 4(3-4), July/October,1978,s.155

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

bir maliyet getirerek bu tür hareketleri engelleyeceği ya da azaltacağı düşünülmektedir.[81]

Sermaye hareketlerin olumsuz etkilerinin azaltılmasına yönelik bir diğer tedbir ise çift ya da çoklu döviz kuru sistemidir. Bu kur sistemi farklı işlemlere farklı döviz kurları uygulanması şeklinde işleyen bir sistemdir. Bu sitemde spekülatif amaçlı uluslararası sermaye hareketlerinin bankacılık gibi finansal kuruluşlardan kredi almasını engellemek yada sınırlamak amacıyla ulusal ülkenin para piyasasını bölümlere ayırmaktadır. Yapılması istenen bu ikili piyasada, spekülatif amaçlı sermaye ulusal ülkeden kredi almaya kalktığında farklı bir kurdan işlem görmekte, buna karşın uzun vadeli spekülatif olmayan sermaye kredi talebinde bulunduğunda normal piyasa oranlarındaki kurdan işlem görmektedir. Bu sistemde sadece uzun vadeli sermayeler üzerine ek bir maliyet yüklemezken; kısa vadeli sermaye hareketlerine yüksek bir maliyet getirerek hem spekülatif sermaye işlemlerinin fiyatını hem de miktarını azaltacağı beklenilmektedir.[82]

Sermaye hareketlerin olumsuz etkilerinin azaltılmasına yönelik döviz kuru sistemi ile ilgili bir diğer tedbir ise sabit döviz kuru ya da öngörülen kurun yerine dalgalı döviz kuru sisteminin uygulanmasıdır. Burada sıcak para ile elde edilen tatlı karın en önemli güvencesi sabit ya da öngörülebilen kurdur. Sabit kur uygulamasında gerek yerli gerekse yabancı yatırımcıya kur için önceden belli bir değer vaat edilir. Böylece kar güvencesi çok daha fazla olmaktadır. Eğer ki dalgalı kura geçilecek olunursa piyasadaki tüm ekonomik birimler kur riskini paylaşacak ve piyasaya giren yabancı yatırımcı, çıkarken kurun nasıl bir seviyede olacağını bilemeyecektir. Ayrıca toplu çıkışlarda, arz-talep ilişkisi sebebiyle kur yükselerek yabancı yatırımcı zarar edebilmektedir. Bu da çıkışın sınırlı olmasını sağlamaktadır. Fakat burada ülke panik ortamına sürüklenmiş ve bu nedenden ötürü yüksek düzeyde sermaye çıkışı yaşanıyorsa geçici olarak döviz kuru kontrolüne başvurmak gerekebilmektedir. Döviz kuruna olan müdahaleler süreklilik arz etmemekle

[81] Muhammet Akdiş, " Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi" , **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs-Haziran 2004, ss.36-48.

[82] Koray Duman , " Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri", **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi** (8) 2004, s.47

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

beraber panik atlatıldıktan sonra kontrol önlemlerine son verilmesi gerekmektedir.[83]

KVSH 'ı ülkeye getiren nedenleri kaldırırsak etkilerini de kaldırmış oluruz. Bu etkilerin en başında da yurt içi faiz oranları gelmektedir. Faiz oranlarının düşürülmesi, kar oranını azaltacağından sıcak para girişini azaltacaktır. Ülkede sıcak paranın az olması, hem bu paranın çıkış riskini azaltacak hem de cari açık üzerinde olumlu etki yapacaktır. Fakat faiz oranlarını düşürmede dikkat edilmesi gereken büyüme ve borcun çevrilmesinde yaşanacak muhtemel sorunlar üzerinedir. Dolayısı ile kriz yaşanmadan istikrarlı ve güvenilir ekonomik politika ve politikacılar ile sağlam bir borç yönetimini teşvik edecek türden politika ve uygulamalar sağlanmalıdır uygulamaya geçilmelidir.

Gelişmiş ülkeler açısından bu ülkelerdeki büyük yatırımcılar kısa süreli spekülatif amaçlı karlardan ziyade yatırımın yapılacağı ülkenin istikrarlı makroekonomik politikalarının ve yüksek büyüme oranlarının yarattığı karlı bir ortamdan yararlanmak için yatırımlarını yapmaktadırlar. Bu durumda yapılan mali ve yapısal reformlar ile sermaye hareketleri üzerindeki mali kontrolde başarılı olunması durumunda yabancı sermaye hareketlerinden kaynaklanan olumsuz etkilerin ekonomi üzerindeki tahrip gücünü azaltılabilmektedir. Sermaye hareketleri üzerindeki mali kontrolden anlatılmak istenen, yapılan sermaye hareketlerinin hacmini, yönünü, karakterini veya zamanlamasını değiştirmek için yapılan her türlü resmi önlemlerin alınmasıdır.[84]

Yabancı sermaye bazen gelişmekte olan ulusal ülkelerden koruma veya kur garantileri almak koşulu ile yatırım yapmaktadırlar. Eğer bu ülkeler yabancı sermayeye koruma ve kur garantisi vermeyip normal piyasa mekanizmasında yatırım yapmalarını isterlerse piyasadaki tüm ekonomik

[83] Rıdvan Karluk, **Uluslar arası Ekonomi,** İstanbul: Beta Basım, Baskı:5,1998, s.337
[84] Hasan Vergil, "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (3) 2002/1, s.20

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

birimler kur riskini paylaşacak ve bunun sonucunda özellikle kısa vadeli spekülatif amaçlı sermaye hareketlerini azaltacaktır.[85]

Sermaye hareketleri üzerindeki bu kontroller zamanla etkinliklerini kaybetmeye meyilli olmakla beraber bunun dışında başka problemlere de neden olabilmektedirler. Bu nedenle döviz kurunun baskı altında olmadığı durumlarda, bankacılık gibi finansal kurumların etkin bir altyapıyı kurdukları bir dönemde kademeli olarak kaldırılmalıdır.[86]

Bu anlatılanlara ek olarak krizin patlak verdiği ortamlarda ekonomi birimlerinin düşünmeden varlıklarını koruma adına ani ve muhtemelen yanlış kararlar verebileceği durumlarda ya da kriz dönemlerinde ki belirsizlik ortamlarından bir getiri uman spekülatörlerin tuzağına düşmeme adına finansal işlem piyasalarının kapatılması da kısa süreli ve öncü bir önlem olarak zaman zaman kullanılabilmektedir.

Ulusal ülkenin ekonomik piyasaları içerisindeki siyasi istikrarsızlığın ve belirsizliğin, sermaye hareketlerinin etkilerini daha da kalıcı hale getirdiği ve bazen başlı başına kriz unsuru olduğu genel olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte ulusal piyasaların, siyasi ve ekonomik otoritelere duyulan güvenin artması hem kısa vadeli sermaye hareketlerini engellemekte önemli bir rol almakta hem de oluşacak spekülatif amaçlı herhangi bir krizin önlenmesinde başlı başına kendisi etkili olmaktadır.[87] Türkiye örneğinde de olduğu gibi son dönemlerde görülen cari açığın aşırı büyümesi siyasi istikrardan aldığı güven kredisi ile şimdilik bir sorun teşkil etmemektedir.

Ekonomik ve siyasi otoritelerin, şeffaf olmayan bir ortamda ya da yetersiz bir düzenleme, denetim ve gözetimin olduğu bir ortamda yapmış oldukları reformlar ülkeleri ileri götürmemekle birlikte ülkeye duyulan güveni de olumsuz etkilemektedir. Bu ülkelerde çoğunlukla finansal kuruluşların kendi gruplarına ait şirketlere, riskleri ve kredi değerlemeyi yapmadan cazip oranlarda kredi verdikleri görülmektedir. Böyle davranan finansal kuruluşlar piyasa disiplinine göre hareket etmeyerek piyasanın işlerliliğini hem yurt içi

[85] Kaya,**a.g.e**.,s.53
[86] Stanley Fisher, "Döviz Kuru Rejimleri: İki Kutuplu Görüş Doğru Mu?", Çev. Hüseyin Şen, **Bankacılar Dergisi,** Sayı 40, 2002, s.78
[87] Keskin ve diğerleri,**a.g.m.,** s.70

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

hem de yurt dışı ilişkilerini zayıflatmaktadırlar.[88] Bu durum yolsuzluğun, dolandırıcılığın ve hatta rüşvetin gelişmekte olan ülkelerde daha fazla görülmesini desteklemektedir.

Sonuç olarak ulusal ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirmeden önce mali disipline önem veren politikalar üretmeli, her sektörde şeffaflığı sağlamalı, bankacılıktaki düzenlemeleri güçlendirerek yolsuzluklardan sakınmalılar ve yapılan ekonomik reformları ileriye götürerek piyasaların kırılgan yapılarını güçlendirmelileri gerekir.[89]

[88] Yay ve Diğerleri, **a.g.e.**,s.39

[89] Mustafa Miynat, "Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar Ve Çözüm Önerleri", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 9, Sayı: 1,s.205

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

İkinci Bölüm

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

Son yıllarda uluslararası piyasada sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artması ile özellikle de gelişmekte olan ekonomilerde bu büyük miktardaki kontrolsüz sermaye girişleri ulusal piyasalarda istenmeyen makroekonomik etkilerini ortaya çıkarmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, gittikleri ülkelerin ulusal piyasalarında ekonomik büyümeye ve istihdam düzeyine olumlu bir katkısı bulunmamakla birlikte, ülkelerin ekonomik piyasa koşullarından doğan fırsatlardan yararlanmak amacıyla hareket eden ve ülkeyi terk ediş süresi kısa olan sermaye hareketleridir. Bu özelliklerinden dolayı KVSH, ulusal ülkelerde istikrarlı bir ekonomik büyümenin gerçekleşmesini engelleyen önemli bir unsur olarak göze çarpmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde finansal hareketlerin serbestleşmesi sonucu ortaya çıkan spekülatif sermaye girişleri uluslararası deneyimlerden de gözlenebileceği gibi finansal krizlerle sonuçlanmaktadır.[90] Bu nedenle ülkelerin ekonomilerinde sermaye hareketlerini serbestleştirmeden önce mali disipline önem verilmeli, her alanda şeffaflığı sağlayarak ekonomik birimlerin doğru bilgilenmeleri sağlanmalı, bankacılıktaki düzenlemeler artırılmalı, yolsuzlukla mücadele edilmeli ve yapılan ekonomik reformları ileriye götürerek piyasaların kırılgan yapısını güçlendirmelileri gerekir. Bu ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yapılacak reformların en son aşaması olmalıdır. Çünkü buradaki amaç, yabancı sermayeyi ülke çekerek istikrarlı bir büyümeyi sağlamak yerine ekonomik istikrarı sağladıktan sonra yabancı sermayeyi ülkeye çekmektir. Böylelikle ülkeye yönelen sermaye kısa vadeli dahi olsa yatırımcılar,

[90] Gabriel Palma, "The Three Routes To Financial Crises: The Need For Capital Controls", **CEPA Working Paper Series 3**, No:18 Kasım 2000, ss.5-6

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

karşılaştıkları olumlu tablolardan dolayı yatırımlarını uzun vadelere yayacak ve bu sermaye hareketlerinden beklenen faydalarda sağlanılmış olacaktır.

Mali disiplinin ve siyasi istikrarın sağlanmadığı ulusal ülkelerde kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik değişkenler üzerine bir birleri ile ilişkili olarak birçok etkileri bulunmaktadır. Bu bölümde bu değişkenlerin başlıcalarının nasıl etkilendiğini genel olarak anlatılacaktır.

2.1. Döviz Kuru Üzerine Etkileri

Ekonomide istikrarlı bir büyüme için gerekli olan koşullardan biriside döviz piyasasında fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Ulusal bir ülkenin ulusal parasının, yabancı bir para birimi karşısındaki değişim değerine döviz kuru ya da döviz fiyatı denilmektedir. İstikrarlı bir döviz kuru ile de anlatılmak istenen belli bir dönem içerisinde ulusal ülkenin döviz piyasasının ekonomik konjektüre göre aşırı dalgalanmadan doğal seyrinde ilerlemesidir. KVSH' a ile muhatap olan ulusal ülkeler sıcak paranın ülkeye girişiyle ve özellikle çıkmasıyla ülkedeki döviz miktarına bağlı olarak döviz fiyatları aşırı dalgalanmaya uğramaktadır. Ulusal ülkeye sıcak paranın girişi ile ulusal ülkenin döviz piyasasında döviz bolluğu yaşanacağından yabancı paranın değerini düşürmektedir. Bu nedenle KVSH' ın ülkeye girmesinden dolayı döviz arzı fazlası oluşacaktır. Bu arz fazlası yabancı paraların yani döviz kurunun değerini hızlı bir şekilde piyasa denge kurunun altına düşürecektir. Piyasa denge kuru ile anlatılmak istenen serbest piyasa koşulları altında ilgili ulusal ülkedeki gerek arz cephesinin gerekse talep cephesindeki ekonomik bireylerin karşılıklı olarak anlaştıkları ve ona göre işlemlerini yaptıkları fiyatlara denilmektedir. Eğer istikrarlı bir büyüme sağlanmak amaçlanmışsa, döviz kurunun piyasa denge kurunun etrafında oluşması gerekmektedir. Çünkü piyasa denge kuru, cari işlemleri dengede tutan kurdur. Sermayenin girdiği ulusal ülkelerde nominal döviz kurunun enflasyon oranına paralel bir biçimde artırılma şeklindeki politikaların uygulanması ile büyük negatif şokların etkilerinin sınırlandırılmasında başarı sağlanılabilmektedir. Örneğin

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

1997 Asya krizi ve 1998 Rusya krizlerinde nominal döviz kurlarının enflasyon paralelinde artırılması stratejisi ile büyük olumsuz ekonomik dalgalanmaların etkilerinin sınırlandırılmasında yardımcı olmuştur. Merkez bankası rezervlerinin bir ölçüde gerilemesine ve faiz oranlarında sıçramaların görülmesine rağmen bu finansal krizlerin daha da derinleştirecek olan büyük dalgalanmalar ileriki dönelerde gözlenmemiştir.[91]

KVSH' ın döviz kurları üzerine etkisi görüldüğü gibi yöneldiği ülkeye girişinden daha çok çıkışında kendisini göstermektedir. Şöyle ki, ulusal ülkeden sıcak paranın aniden çıkması ile ulusal ülkenin döviz piyasasında bir döviz darlığı yaşanacağından yabancı paranın değeri aşırı yükselecektir. Bu nedenle sıcak paranın ani çıkışı döviz talebini artıracaktır. Bu, dövizin ülkeyi terk etmesi ile azalan dövize olan talebi artacağı için döviz kurunun değerini hızlı bir şekilde piyasa denge kurunun üstüne çıkaracaktır.

KVSH ile ulusal ülkelerin döviz piyasalarında meydana gelen ani dalgalanmalar istikrarlı bir büyüme için gerekli olan yerli ve yabancı yatırımları engellediği görülmektedir. Ayrıca aşırı yüksek veya düşük kurdan dolayı, ulusal ekonomi için gerekli olan hammadde ve teçhizatı yurt dışından satın alamamakta birlikte, üretim yapılsa dahi üretilen ürün ve hizmetleri yurt dışına satamamaktadırlar. Bununla birlikte döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların olduğu ulusal ekonomilere yatırım yapmak isteyen uluslararası yatırımcılar kur riski [92] ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumda yabancı yatırımcılar istihdam artırıcı ve ekonomik büyümeye katkı sağlayan yatırım faaliyetlerinden vazgeçerek kısa vadeli kazanç yöntemlerine başvurabilmektedirler. Çünkü gelişmekte olan ülkeye gelen yabancı yatırımcı bu ülkeye yatırım yapmak istediğinde dönem başında elindeki dövizi belli bir piyasa kurundan yatırım yapacağı ulusal ülkenin para birimine çevirecektir. Bu yatırımcı belli bir dönem sonunda yaptığı yatırımı ve karını hesaplayıp durumunu görmek isteyebilmektedir.[93] Eğer ki bu yatırım dönemi içerisinde

[91] Hakan Berument, **"Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği: Türkiye Örneği**",s.5, Erişim:12/01/2008, http://www.bilkent.edu.tr/~economics/papers/02-02%20DP_H.Berument.pdf

[92] Yabancı bir ülkeden yapılan yatırımın, ülkeye giriş ve vadenin bitişi arasında oluşabilecek kur farkı nedeniyle yatırımcının taşıdığı risktir.

[93] Erinç Yeldan, **"Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur",** s.1, Erişim:12.01.2008, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

sıcak para yüzünden döviz kuru düşmüş ise yaptığı yatırımdan zarar edebilmektedir. Bu durumda yabancı yatırımcı ülkeyi terk etme yolunu seçebilir. Buna karşın yatırım dönemi içerisinde sıcak para yüzünden döviz kurunun değeri aşırı yükselmiş ise yaptığı yatırımdan beklediğinden daha fazla zahmetsiz kazanç elde edebilecektir. Bu durumda da bu yabancı yatırımcı yapılan yatırımdan daha fazla zahmet çekmeden sıcak paranın ekonomide yapmış olduğu dalgalanmalar neticesinde fazla kar elde ettiği için UVY' den vazgeçerek KVY' e yönelerek kısa sürede daha fazla kar elde etme yoluna gidebilir. Örneğin, sıcak para girişi ile aşırı düşen döviz kurundan yabancı yatırımcı dövizlerini ulusal ülkenin para birimine çevirerek yüksek faizden hazine bonosu gibi menkul kıymetler satın alabilir ve yüksek kar elde ettikten sonra ülkeyi terk edebilir. Görüldüğü gibi her iki durumda da KVSH ulusal ülkenin ekonomisinde olumsuzluklar yaratmaktadır. Örneğin yabancı bir yatırımcı Türkiye'de 2001 yılı Ekim ayında, elinde bulunan 1 milyon dolar gibi bir parayı uzun vadeli ekonomik büyümeyi artıran yatırımlara yönelmek yerine spekülatif amaçlı hareket ederek 18 ay gibi bir sürede daha fazla kar elde etme yoluna gidebilir.[94] Şöyle ki;

- Eylül 2001'de 1 milyon dolar, dolar kuru 1.590.000 TL'den bozdurularak 1 trilyon 590 milyar lira ile yıllık %65 faiz ile bankaya yatırılmaktadır.

- Bankaya yatırıldıktan 18 ay sonra Nisan 2003'de anapara faizi ile birlikte 4 trilyon 100 milyar liraya yükselmektedir.

- Bu para ile aynı gün, günün dolar kuru olan 1 milyon 590 bin liradan tekrar dolar alındığında alınan dolar miktarı 2 milyon 578 bin dolar olmaktadır.

[94] Ankara Ticaret Odası, "Sıcak Para Virüsü", 27.04.03 Tarihli ATO Raporları, Erişimi: 12.01.2008, http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=85&l=1

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Burada yatırım yapan yabancı yatırımcı 18 ay içerisindeki net karnı 1 milyon 578 bin dolar artırma imkânı bulmaktadır. Bu durumda yatırımın getirisi yaklaşık olarak %158'dir.

KVSH 'ın sonucunda döviz kurlarında beklenmeyen değişikliklerin bir diğer etkisi de, ithalat ve ihracat gibi yurt dışı ticaret faaliyetlerin de bulunan işletmelerin, gelecekteki döviz pozisyonlarının belirlenmesini, dış âlemle yaptıkları işlemlerin hacmini ve cinsini etkilemesidir. Çünkü yurt dışı ile ticaret faaliyetlerin de bulunan işletmeler, dış âlemle yaptıkları işlemlerini, borçlarını ve alacaklarını uluslararası piyasada kabul gören Dolar, Euro ve Yen gibi dövizlerle işlem yapmaktadırlar. Yurt dışı ile ticaret yapan işletmelerin, yapılan ticaret nakit olarak gerçekleşmiş ise döviz kurlarında meydana gelen ani dalgalanmalara bağlı olarak döviz cinsinden işlemin değerinde kazançlar ya da kayıplar oluşur. Eğer ki yapılan işlem borç ya da alacak ilişkisi doğurmuşsa dövizin her dalgalanmasında işletmelerin borçları ya da alacakları kendiliğinden artabilir ya da azalabilmektedir.

KVSH' nin kriz yaratan ya da ekonomik dalgalanmalara neden olan etkilerinin yanında oluşan mevcut krizleri ve dalgalanmaları derinleştiren etkileri de bulunmaktadır. Kriz dönemlerinde KVSH, ulusal ülkelerin para otoritelerinin politika yapma yönünden zorlamaktadır. Kriz dönemlerinde özelliklede gelişmekte olan küçük ekonomilerde yabancı yatırımcılar, menkul kıymetler gibi varlıklarını büyük miktarlarda satarak getirisini ülkesine veya uygun başka bir ulusal ülkeye götürebilmektedir. Bu durumda ulusal ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervlerini eritecektir.

2.2. Yatırım ve Tüketim Üzerine Etkileri

Uluslararası piyasaların gün geçtikçe bütünleştiği günümüzde, finansal serbestleşme ve dışa açılma politikaları ile ulusal piyasalar giderek daha serbest olmaktadırlar. Bu nedenle dünya ekonomilerinde artan oranlı yüksek düzeyde bir sermaye serbestleşmesi ile artık yerli yatırımlar yerli tasarruflar kadar yabancı tasarruflar ile de finanse edilmeye başlanılmıştır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Uzun vadeli yatırım amaçlı gelen yabancı sermaye ülke ekonomisi ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaparken, sıcak para olarak nitelenen, kısa vadeli ve spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak amacıyla gelen sermaye hareketleri beklediği karı sağladığında aynı hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır. Kısa vadeli sermayenin ülke sınırlarına girmesi ile yerli paranın değer kazanması likiditenin artmasına ve böylelikle tüketim ve yatırım harcamalarında bir artışa neden olmaktadır. Fakat milli gelir üzerinde meydana gelen kısa süreli yapay bir büyüme ile elde edilen tasarruflar üretim *ve* istihdam yaratan yatırımlara yönelmeyip hisse senedi piyasaları ve hazine bonoları gibi parasal varlıklara yönelmektedirler. Ülke sınırları içine giren bu sermaye kendi dolaşım mantığına uygun olarak çıkmak istediği zaman ise kısa vadeli dış borcu olan ve ithalata bağlı üretim yapan özel sektörün sıcak paranın ülkeyi terk etmesinden dolayı artan döviz kuru nedeniyle piyasada iflasların yaşanması üretimi daraltarak işsizliği de artırmaktadır.

KVSH ile ulusal ülkelerde yaşanan ekonomik büyümenin etkisini anlamak için öncelikle bu büyümenin tüketime mi yoksa üretime mi dayandığı önemlidir. Tüketime dayalı büyüme ithalatı artırdığından dolayı dövize olan talebi de artacağından ülkenin para birimi değer kaybetmektedir. Yatırıma dayalı büyüme gerçekleşiyorsa ülkede üretim artıp maliyetler düşeceğinden ve ihracat artacağından dolayı ülkenin ulusal para birimi değer kazanacaktır.

Gelişmekte olan ülkelere gelen sermaye hareketlerinin yatırım ve tüketim üzerine olumlu bir etki yaratması ülkeye gelen sermayenin vadesine ve amacına göre değişmektedir. Ülkeye gelen yabancı sermaye kısa vadeli ve arbitraj kazancı kovalayan bir yapı içerisinde ise bu sermaye hareketleri kendi dolaşım mantığı gereği üretim ve istihdama yönelik yatırımları desteklemeyerek, ülkenin istikrarlı bir ekonomik büyümesine ve refah düzeyine olumlu bir katkı sağlayamayacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin kendi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarruflar, ekonomik büyüme için önemli bir yatırım kaynağı olarak görülmesinden dolayı yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekmek istemektedirler. Ancak bu faiz oranlarında meydana

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

gelen bu artış ekonomik büyüme için gerekli yatırımları azaltıp tüketimi artırmaktadır. Çünkü ekonomik bireyler geliri fazla olan finansal yatırımlara yönelerek, mal ve hizmet alımına yönelmezler. Bununla birlikte faiz oranları yatırımların maliyeti olarak görülür. Bu sebeple faiz oranlarında meydana gelen bir artış yatırımların azalmasına yol açar, ekonomiyi soğutur ve büyümeyi yavaşlatır.[95]

2.3. Enflasyon Üzerine Etkileri

Enflasyon bir ekonomide siyasi ve ekonomik hayatta önemli olumsuz etkileri olan bir sorundur. Enflasyonist koşulların geçerli olduğu ekonomilerde sermaye hareketleri açısından ekonomik bireyler reel, verimli ve istihdam artırıcı üretim yerine, karlılık düzeyleri yüksek fırsatları değerlendirmeye çalışmaktadırlar. Bu durumda reel yatırımlardan çekilen sermaye spekülatif alanlara aktarılmaktadır. Temel bir makro ekonomik istikrarsızlık sorunu olan enflasyon, genel olarak fiyatlar genel düzeyinde meydana gelebilecek sürekli artışlar olarak tanımlanmaktadır.[96] Burada fiyat artışları bir defaya mahsus olmamakla birlikte fiyatların genel düzeyde artması gerekmektedir.

Büyüme çizgisi dalgalı olan ülkelerde en ufak bir enflasyon artışı, başta tüketici olmak üzere büyük küçük tüm yatırımcılarda güven kaybına yol açmaktadır. Bu durumda ülkeye girmesi beklenen ya da ülke içinde bulunan yabancı yatırımlar yön değiştirir ve daha güvenilir bir ekonomiye kayar. Bu durum ulusal ekonomilerin başlıca makro ekonomik değişkenlerini etkileyerek piyasalarda bir istikrarsızlığa yol açabilmektedir.

KVSH ile ulusal ülkelerin döviz piyasalarında döviz kurunda meydana gelen bir artış ithal malların fiyatlarını artırdığı için ithal hammadde veya ara malı kullanılan ürünlerin ve ithal tüketim mallarının fiyatlarını da artırmaktadır. Bununla birlikte, kısa vadeli sermaye hareketlerine maruz kalan

[95] Mustafa Sönmez, **100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yayınları, Baskı:1 2003,s.72

[96] Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **İktisada Giriş**, İstanbul: Avcı Ofset baskı, 2005, s.249

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ekonomilerde alışveriş işlemlerinin dövizle yapılma oranı yani dolarizasyon yüksek ise üreticiler dövizde gözlenen artışı kendi ürettikleri ve sattıkları mal ve hizmetlere, tüketicilerin talebini de göz önünde bulundurarak aynı oranlı zam yapmak isteyebilmektedirler. [97] Bununla birlikte görece malın az bulunduğu özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından döviz kurunda meydana gelen bir artış, ithal malları daha pahalı yaptığı gibi yurt içinde üretilen malları ihracat için daha cazip hale getirmesi ile az olan mevcut mallarında yurt dışına ihraç edilmesi ülkenin fiyatlar genel seviyesini artıracaktır.

Sürekli yüksek enflasyon ile yasamaya çalışan gelişmekte olan ülkelerde enflasyonla birlikte sık sık devalüasyonlar görülmektedir. Bu nedenle ulusal parasının sürekli devalüe olduğu bir ülkenin para birimi, değer saklama aracı olma özelliğini yitirmektedir. Böylece enflasyonun sürekli yaşandığı ülkelerin ulusal paralarının reel faizi enflasyondan dolayı risk primi aldığı için döviz ile yapılan tasarrufların ve kredilerinde faizi yüksek olmaktadır. Kısaca enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde gerek yerli gerekse yabancı sermaye pahalı olacaktır. Özellikle üretim için gerek duyulan sermayenin yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketleri yöneldikleri ülkelerin fiyat istikrarını bozmakta ve bunun sonucunda kendi fiyatını (faiz oranlarını) artırmaktadır.

2.4. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri

Dışa açık ekonomilerde ödemeler dengesi, politika yapıcılar ve uluslararası platformdaki yatırımcılar için en önemli göstergelerden birisidir. KVSH 'nin yöneldiği ulusal ülkelerin ödemeler dengesi üzerine olan etkilerini incelerken ödemeler dengesindeki gelişmeleri yansıtan cari işlemler ve sermaye hareketleri değişkenlerini öncelikle irdelemek gerekmektedir.

Uluslararası piyasalarda ulusal ülkelerin özelliklede gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin değerlendirilmesinde ödemeler dengesi önemli bir

[97] Berument, **a.g.m.,**s.1

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

gösterge olarak kabul görmektedir. Ödemeler bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde cari işlemler dengesi, net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Mal ticaretinden kaynaklanan net ihracata transit ticaret gelirleri, navlun, sigorta ve taşımacılık gibi ticaretin gerçekleşmesini sağlayan gelirler de eklenmektedir. Hizmetler dengesinde ise ülkenin turizm gelir ve harcamaları, yabancı yatırım gelirleri ve ülkenin dış borçluluk konumuna bağlı olarak dış borç faiz ödemeleri veya gelirleri dâhil edilmektedir. Ülkenin cari işlemlerden elde ettiği gelirler, yapılan giderlerden daha büyükse bu durum cari fazla (cari işlemler fazlası); daha küçük ise cari açık (cari işlemler açığı) olarak nitelenir. Burada cari açığı etkileyen birçok neden olmakla birlikte, KVS' nin ulusal ülkelere girişi ile ulusal paranın dövize karşı değer kazanmasından dolayı ithalatın artıp ihracatın azalması en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Yani Cari açığın altında yatan en önemli nedenin dış ticaret açığı olduğu genel kabul görmektedir. Ödemeler bilançosundaki cari işlemler hesabına bakıldığında, cari denge fazlası veren ulusal ülkeler dış varlıklarını artırır, cari denge açığı veren ülke ise dış yükümlülüklerini arttırırlar. Yani burada cari açık, bir ülkenin kendisi dışındaki ülkelerin tasarruflarını kullanması demektir. Bu durum genel literatürde GSMH' nin %5'ini aştığı zaman tehlike sinyalleri vermeye başladığı kabul edilir.[98] Fakat burada önemli olan, tehlikenin cari açığın büyüklüğünden ziyade, finanse ediliş biçiminden kaynaklanmaktadır. Bu açıklar içinde "sıcak" öğeleri barındıran kısa vadeli spekülatif amaçlı sermaye hareketleri ile finanse edilmesi en önemli etken olarak görülmektedir.[99] Çünkü açığı ancak ya başka ülkelerden borçlanarak finanse edebilmekte ya da ulusal ülkelerin kendi birikimleri olan mevcut döviz rezervinizi kaybederek karşılayabilmektedir. Bu durumu biraz açacak olursak gelişmekte olan ülkelere aşırı sermaye girişi ile bu piyasadaki artan döviz miktarına bağlı olarak yabancı paranın değer kaybedip ulusal paranın değer kazanması piyasadaki likiditeyi artırarak tüketimi artırmaktadır. Böylelikle tüketimin artması, ithalatı artırırken ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü

[98] Fatih Yücel ve Rüstem Yanar, ""Türkiye'de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir Mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış" **Ç.Ü. S.B.E. Dergisi**, Cilt 14, Sayı 2, 2005, s.3

[99] Erinç Yeldan, **"Küresel Finans Piyasalarındaki Gelişmeler",** s.1,Erişim: 12/01/2008 http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan11_9Sub05.pdf

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

azaltarak dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı halede getirmektedir. Bu gelişmelerin doğal sonucu, dış açığın büyümesi ve ihracatın ithalatı karşılama oranının düşmesidir. Burada ithalatı ülkeye giren sıcak para diye adlandırdığımız KVSG ile finanse edildiği durumlarda sıcak para çıkmak istediği zaman, daha önce elindeki dövizi bozdurarak ulusal paraya çevirmek isteyecektir. Bunun üzerine merkez bankası döviz rezervlerini eritecektir. Böylelikle mali piyasalarda likidite sıkıntısı yaşanacak ve gecelik faizlerde yüksek oranda bir artış olacaktır. Örneğin Türkiye'de 17 Kasım 2000 ve 1 Aralık 2000 tarihlerinde KVSH ani giriş ve çıkışları ile iki hafta içerisinde MB rezervleri 3,8 katrilyon TL azalmış ve bu dönemde likidite krizi yaşanmasından ötürü bankalar arası gecelik faiz % 2000'e yükselmiştir.[100] Burada yapılan işlem kısa vadeli ve döviz cinsinden olan borçları, ithalatla elde edilecek, geri dönüşü uzun vadeli yatırımlarla finanse etmeye çalışılmaktadır.[101] Bu durum ödemeler dengesini olumsuz etkilerken ulusal ülke piyasasının da kırılganlılığını da artırmaktadır.

Ulusal ülkelerin dış dengelerini finanse etme işlemleri ödemeler dengesinin sermaye hesabına kaydedilir. Yani sermaye hesabı, cari dengenin finansmanını sağlayan bölümdür. Eğer cari denge açık veriyorsa sermaye hesabı bunu dengelemek üzere fazla verir, buna karşın cari denge fazla veriyorsa sermaye hesabı eksi sonuç verir. Sermaye hesabı bir bakıma gelir ya da gider olmayan döviz girişleri ve çıkışlarını özetler. Örneğin ulusal ülkeye giren bir dövizin kaynağı dış borç alınması şeklinde ise bu ülkenin dış yükümlülüğünü aynı oranda artırdığı için sınırlar içerisine bir döviz girmiştir; fakat bize ait olmadığından dolayı cari işlemler hesabına konmayıp sermaye hesabına döviz girişi olarak kaydedilirler.[102]

Gelişmekte olan ülkelerde belli bir dönem KVSH ile ulusal ülkenin artan ithalatını ve kamu açıklarını finanse edilebilmektedir. Bununla birlikte reel ekonomide KVSH 'ın finanse ettiği ithalat kaynaklı yüksek büyüme oranları yakalanabilmektedir. Fakat uzun vadede KVSH girişinin devam

[100] Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi Yay.,7.Baskı, 2002, S.404
[101] Turan Yay ve Diğerleri, **a.g.e.**,s.26
[102] Asaf Savaş Akat**," Ödemeler Dengesi Yazıları",** s.7, Erişim:12/01/2008 http://akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

etmesi ile reel kurda meydana gelen değerlenme ödemeler dengesini sürdürülebilir olmaktan çıkarmaktadır. Kısaca yüksek yurt içi faiz oranı farkından ve döviz arbitrajından ötürü ülkeye gelen yabancı KVS ile ithalat yapıldığında sermaye hesabında bir artış olacak; buna karşın cari işlemler hesabında bir azalış olacaktır. Açıkçası cari açığı KVSH ile finanse edildiğinde ithalatın devamlı artması ulusal ülke içerisindeki döviz miktarını azaltacak ve bu bir sonraki adımda yabancı paranın değerini artırıp ulusal paranın değerini düşürecektir. Bu dönemde cari işlemlerdeki istikrarsızlığı gören yabancı sermaye ülkeyi terk etme yolu seçerse bu kurların yükselmesine, hisse senetlerinin değerinin düşmesine ve kısa vadede likidite sıkıntısı doğduğundan özellikle gecelik faiz oranları başta olmak üzere faiz oranlarının artmasına neden olur. Bu dalgalanmanın etkilerini azaltmaya çalışan MB sterilizasyon ile rezervlerini eritme yoluna gidebilmektedir.

2.5. Milli Gelir Üzerine Etkileri

Kısa vadeli sermaye girişleri özellikle tüketim kaleminde etkili olarak büyümeyi hızlandırmasına karşın çıkış dönemlerinde büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Sıcak para diye tanımladığımız KVS girişleri, yerli paranın değer kazanması ile likiditenin artmasına ve bununla birlikte, tüketim (C) ve yatırım (I) harcamalarında da bir artışa neden olmaktadır. Bu sonuç ile milli gelir üzerinde yapay bir büyüme meydana geldiği görülmektedir. Fakat döviz kuru, ithal girdiler açısından bir maliyet unsuru olduğundan dolayı kurlardaki bir azalış ihracatın azalması ve ithalatın artmasına ile sonuçlanmaktadır. Böylece dış ticarete konu olan mal ve hizmetlere olan talebin azalmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak sıcak para girişi ile yabancı paranın değerinin düşmesi dış ticaret girdilerin fiyatları ucuzlamakta ve iç talebin ithal ürünlerine yönelmesi ile ithalatta artış yönünde bir etki yaratmaktadır. Böylece, ihracatın düşmesine ve milli gelirin bir unsuru olan İhracat-İthalat (X-M)[103] 'ın azaltması ile sermayenin girdiği ulusal ülkenin milli

[103] Devlet kesimi nedeniyle vergi transferleri modele katmadığımızda milli gelir (Y)= Tüketim (C)+ yatırım (I)+ Kamu Harcamaları (G)+ Net İhracat (İhracat-İthalat,X-M)

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

gelirinde de bir gerileme oluşturmaktadır.[104] Bununla birlikte, sermaye girişi ile yatırım ve tüketim harcamalarındaki artış, ihracattaki düşüşün üstünde olursa milli gelir de bir artış gözlenebilmektedir. Ancak bu uzun sürmemekle birlikte KVSH' nin geri dönüş kabiliyetinin yüksek olması nedeniyle kısa sürelide olsa tüketim ve yatırımlar üzerine olumlu etkileri olacaktır; fakat KVS'ın geri dönmesi durumlarında oluşan bu olumlu ortam tersine dönebilmekte, alınan kredilerin zamanında ödenmemesine ve hatta iflaslara kadar götürebilmektedir.

KVSH 'nin yöneldiği ulusal ülkelerin milli gelir üzerine olan etkilerini incelerken bu sermaye hareketinin sermaye piyasası yoluyla milli geliri nasıl etkilediğinin incelenmesi bu konuyu daha da anlaşılır kılacaktır. Normalde hisse senedi fiyatlarının firmaların üretkenlik ve karlılık gibi bir takım performans ölçütlerine göre hareket etmesi beklenmektedir. Fakat KVS giriş ve çıkışları ile birlikte bu hisse senetleri genellikle iktisadi mantığın öngördüğü fiyatlama sürecine uygun hareket etmeyip nominal değerlerinde spekülatif yapay dalgalanmalar yaşanmaktadır. [105] Sıcak para kendi yapılarında barındırdıkları doğal özelliklerinden dolayı girdikleri ülkelerin ekonomilerinde yapay bir büyüme gerçekleşeceğini ve bu büyüme ile hisse senetleri fiyatlarının ileride artacağını bildikleri için sermaye girişi artar ve bu durumdan maksimum karlılık oranını elde ettikleri an geri dönebilmektedirler.

Ulusal ülkeye giren yüksek miktardaki kısa vadeli yabancı sermaye, kendi yapısı itibariyle ulusal finans piyasalarında belirsizlik ve risk ortamı oluşturmasından dolayı, merkez bankaları daha fazla rezerv tutma ihtiyacı hissetmektedirler. Bu durum ise, muhtemel ekonomiyi büyütecek ve istihdamı artıracak fizikî yatırımlara tahsis edilebilir kaynakların giderek daraltılmasına sebep olabilmektedir.[106] Milli gelirin bir unsuru olan yatırımların (I), gerçekleşe bilmesi için faiz oranlarının düşük olası ve uzun vadeli kredilere kolay erişebilmesi gerekmektedir.

Kısa bir süre için ülkeye giren yabancı sermaye hareketleri, ulusal paranın aşırı değerlenmesi sebebiyle ithalatı özendirip, ihracatı kârlı bir

[104] Güven,**a.g.m**.,s.85
[105] Kaya,**a.g.e**.,s.40
[106] M. Kemal Aydın, "Kapitalizm ve Kriz", **KOU SBE Dergisi**, (6) 2003 / 2,s.8

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

faaliyet olmaktan çıkararak, cari işlemler açığını büyütmektedir. Böylelikle bu şartlar altında sağlanan iktisadi büyüme, ithalata bağımlı olduğu için, *yapay* bir nitelik taşımaktadır. Eğer ki bu durum, yabancı finans çevrelerinde açığın daha fazla sürdürülemeyeceği izlenimini oluşturursa uluslararası kredi kuruluşları ve yabancı yatırımcılar özellikle de UVS yatırımcıları, bu durumdaki ulusal ülkeler için olumsuz düşünerek uzun vadeli yatırımlar yapmayacaklardır ve bu ülkenin kredibilitesini uluslararası düzeyde düşüreceklerdir. Örneğin, Türkiye'de Aralık 1993'te cari açığın aşırı büyümesi ve rezervlerinde 1 milyar dolara yaklaşan bir erimenin meydana gelmesi ile bu durum yabancı finans çevrelerinde açığın daha fazla sürdürülemeyeceği izlenimini oluşturmuştur. Bunu takiben iki uluslararası reyting kuruluşu olan Moody's ve Standard and Poor's 'un Ocak 1994'te Türkiye için "yatırım yapılabilir ülke" derecesinden "spekülatif ülke" derecesine indirerek Türkiye'nin kredi itibarı notunu düşürmüştür.[107] Bunun sonucunda sıcak para ülkeyi terk etmiş, uzun vadeli yatırımlar duraklamış ve nihayetinde ekonomik kriz patlak vermiştir. Bu tür gelişmeler istihdam artırıcı istikrarlı bir ekonomik büyüme için uygun ortamlar oluşturmak yerine var olan yatırımların geleceğe yönelik beklentilerinin kötüleşmesine ve belirsizlik ortamı oluşması nedeni ile yatırım kararlarının ertelenmesine neden olduğu için olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Bununla birlikte ulusal ülkelerin artan risk primleri ve kredibilite kaybına uğramaları, yabancı yatırımları engellerken, gerekli yatırımları yapmak için uygun koşullarda dış piyasadan borçlanmasını da önemli ölçüde kısıtlamaktadır. Bunun sonucu olarak siyasi otoriteler ekonomik büyüme için gerekli olan yatırımları finanse etmek açısından yurt içi piyasasına yönelmeleri faiz oranlarını artış yönünde baskı oluşturması, buna bağlı olarak yatırım ve tüketim harcamalarını azaltarak büyümeyi olumsuz etkilemektedir.[108]

Ulusal ülkelerin ekonomik büyüme için piyasalarına yabancı sermayeyi sokmanın bir diğer bedeli de dışarıya kâr transferlerinin yapılmasıdır. Borçlarını çevirmek için gelişmekte olan ülkeler kısa vadeli

[107] Mehmet Hüseyin Bilgin, "Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", **KOU SBE Dergisi**, (8) 2004/2,s.85

[108] Recep Tarı ve Funda Sera Kumcu," Türkiye'de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)", **KOU SBE Dergisi,** (9) 2005 / 1,S.165

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

spekülatif amaçlı yabancı sermayeye önemli ölçüde getiri imkanı sağlamaktadır. Fakat ülkeye gelen bu yabancı sermaye kendi bünyesine uygun hareket ederek elde ettiği getirilerinin bir kısmını ya da tamamını dışarıya kaynak transferi olarak yapabilmektedirler. Yeterli düzeyde kaynağı olmayan bu ülkelerin bu şekilde dışarıya sürekli ve daha fazla kaynak aktarmaları yabancı kaynağa olan ihtiyacı ve dolayısıyla bağımlılığı da büyük oranda artırmaktadır. Sonuç olarak, Kısa vadeli sermaye yatırımları, belli dönemlerle belirli bir kar maksimizasyonunu sağladıktan sonra kendi ülkesine ya da merkezine kar transferlerini yapması, ilgili ülkenin dış açığını artırarak ödemeler bilançosunu olumsuz etkiler ve yatırım ve tasarruf artışlarını yavaşlatarak ekonomik büyümeyi engelleyebilmektedir.

Ulusal ülkelerin borçlanma faiz oranlarının yüksek tutulması, yerli ve özellikle yabancı sermayenin yönünü, istihdam artırıcı ekonomik büyümeyi sağlayacak üretime yöneltmeyerek, sermaye hareketlerini ekonomik büyümeye katkı sağlamayan paradan para kazanma şeklindeki yatırımlara yöneltmektedir. Kısaca reel faiz oranlarının yüksek olması, yerli ve yabancı yatırımcıları, üretimi, istihdamı ve büyümeyi arttırıcı doğrudan yatırımlara gitmek yerine faiz yatırımına davet edebilmektedir.

Sonuç olarak, KVS kaynaklı ekonomik büyüme sağlayan ulusal ülkeler, reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengenin bozulması gibi faktörler ile bu spekülatif amaçlı sermayeyi ülkeye getiren unsurların kaybolması ile birlikte dışa bağımlı ve yapay bir nitelik taşıyan iktisadi büyüme yaşamaktadırlar. Ayrıca sermaye çıkışı ile daralma yaşayarak istikrarsız bir büyüme trendi oluşturmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BAŞLICA İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

3.1. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye ekonomisi uluslararası piyasalarda meydana gelen küreselleşme eğilimlerinden özellikle uluslararası sermaye hareketlerindeki hacim, kaynak ve tür değişimlerinden etkilenmiştir. Türkiye'de de diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi uluslararası sermeye girişleri 1980' li yılların ortalarında hızlandığı ve aynı zamanda sermayenin türü ve karakterleri değişerek kısa vadeli, borç kökenli ve spekülatif bir karaktere büründüğü görülmektedir. [109] Ayrıca Türkiye gibi diğer gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye türleri arasındaki dağılımı da önemli ölçüde değişmiştir. Ülkeye gelen toplam yabancı sermaye hareketleri içinde doğrudan yatırımlar gün geçtikçe ağırlığını kaybetmekte fakat portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişleri hızla artmaktadır.

Türkiye gibi diğer gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye hareketlerinin hem kaynak hem de türü açısından benzer eğilimler göstermiştir. Bu durumda uluslararası piyasalarda meydana gelen bir dalgalanma kolay yayılarak bu ülkeleri etkilemesi ile belli dönemlerde finansal krizler yaşamışlardır.

Türkiye'nin bu uluslararası dönemsel dalgalanmalardan etkilenmesi ve sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde yaratmış olduğu makroekonomik sorunlardan ötürü son dönemlerde gerek yurt içi gerekse uluslararası düzeyde finansal serbestleşme ve buna bağlı olarak kısa vadeli sermaye hareketleri araştırma gündemlerinde yer almaya başlamıştır.

[109] Berksoy ve Burak Saltoğlu,**a.g.e**.,s.3

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

3.1.1. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Tarihi Gelişimi

Dünyada küreselleşmeye bağlı olarak, finansal piyasaların serbestleşmesi, sermaye hareketlerinin boyutlarını ve hızını artırarak sermayeyi, bol ve getirisi az olan bölgelerden, nispeten daha az bulunan ve getirisinin de daha fazla olduğu bölgelere doğru yöneltmektedir.[110] Yani Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, gerekli yatırımları ve üretimi yapabilmeleri için yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Çünkü Türkiye gibi ülkelerin toplam yurt içi tasarruflarının toplam yatırım ve tüketim harcamalarını karşılayamadığından bu açığı yabancıların tasarrufları ile karşılamaya çalışmışlardır. Bu açıdan Türkiye gelişmek ve gelişimini sürdürmek için kendi kaynakları tasarruf açıkları nedeniyle yetmemiştir. Fakat beklenildiği gibi de Türkiye dış tasarruflardan gerektiği kadar faydalanamamıştır. Gerek milli mücadelelerden çıkılmasının sonucu piyasalarda oluşan milliyetçilik duygularından dolayı gerekse yerli üreticiyi koruma amacıyla Türkiye uzun dönem yabancı sermayeye ihtiyatlı davranmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye 'ye yönelik yabancı sermaye hareketlerini, 1980 sonrası dış piyasalarda meydana gelen liberalleşme hareketine paralel olarak Türkiye'nin de bu akıma katılmaya başlamasından dolayı 1980 öncesi ve sonrası şeklinde iki ayrı başlıkta incelenecektir.

3.1.1.1. 1980 Öncesi Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları

Türkiye, Osmanlı İmparatorluğu'nun son dönelerinde yaşamış olduğu ekonomik gerileme neticesinde oluşan ekonomik açıdan olumsuz şartların devralınması ile uluslararası piyasaları etkileyen dünya savaşları ve bizim milli mücadelemiz gibi etkenler ekonomimiz için gerekli sermayenin

[110] Raghuram G. Rajan, "**Foreign Capital and Economic Growth",** Conference Organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Erişim : 10.01.2008, http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/082506.htm

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

birikmesini engellemiştir. Sermaye birikiminin yetersizliği yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nin ihtiyacı olan ekonomik kalkınmayı sağlayacak yatırımları yapmaya engel olmuştur. Bu anlamda yapılan ilk çalışma 1923 yılında yapılan I. İzmir İktisat Kongresi'dir. Bu kongrenin asıl amacı, yerli üretimi teşvik etmek ve Türkiye'nin kanunlarımıza uymak kaydı ile ekonomik kalkınmasına yardımcı olacak şekilde gelen yabancı sermayenin ülke sınırlarına girmesine izin verilmesidir. Fakat bu kararlar uygulamaya istenildiği kadar sokulamamıştır. Bu yıllarda yerli üreticiye öncelik veren bir "milli iktisat" politikası benimsenmiştir.[111] Bu nedenle yabancı sermayeyi belli koşullarda teşvikini öngören ana anlayış demiryolu şebekesi ve tütün sektörü gibi alanlarda yabancılar tasfiye ederek millileştirilmiştir.[112]

1923 ile 1950 'li yılar arasında Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye'ye yönelik birtakım teşvikler uygulansa da yabancı sermayeden gerekli verim sağlanamamış ve beklenilen yatırımlar yeterli düzeyde gerçekleşmemesinden dolayı bu yıllarda istikrarlı bir ekonomik büyüme sağlanamamıştır. Aslına bakılırsa yabancı sermayenin 1926 ile 1933 yılları arası 39,1 milyon TL yatırım yapmasına rağmen buna karşılık 39,9 milyon TL kar, faiz ve diğer gelirlerini dışarıya transfer etmesi yabancı sermayeden ne ölçüde faydalanıldığını göstermektedir.[113]

Türkiye' nin yabancı sermaye ile kayda değer ilişkiler ikinci dünya savaşı ertesine rastlar. Türkiye yabancı sermayeye kapılarını yasal anlamda 1950'li yıllarda açmıştır. 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu liberal bir görüşte hazırlanmıştır.[114] Ancak istikrarlı bir ekonomik ortamın olamayışı ve yeterli bir iç pazarın bulunmamasından ötürü 1980 yılına kadar ülkemize gelen toplam yabancı sermaye miktarı yüksek seviyelerde olamamıştır. Yatırım yapan yabancı şirket sayısı da üç haneli rakamlara ulaşamamıştır.[115]

---

[111] Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi, Baskı:7,2002,ss.38-39
[112] Korkut Borotov, **Türkiye İktisat Tarihi,** İmge Kitapevi, Baskı:9, Ağustos 2005,ss.46-47
[113] Şahin, **a.g.e.,** s,75
[114] Meral Tecer, Türkiye Ekonomisi, Ankara: TODAİE Yay. Baskı:2,Nisan 2005,s.88
[115] Bilge Afsar , **"Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Dışsal Ekonomiler",** KTO: Araştırma Raporu, Sayı: 2007/515/475, Şubat 2007, s.3

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

3.1.1.2. 1980 Sonrası Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları

Türkiye, uluslararası düzeydeki uyum sürecini benzer karakterlere sahip diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran ulusal piyasasına geç yansıtan ülkeler arasındadır.[116] 1980 yılından sonra, yeni ekonomik kurallara uyum sağlanarak, dünya ülkeleri ile bütünleşme yoluna giren Türkiye ekonomisi, dışa açık bir ekonomiye henüz tam olarak geçememiş olmasına rağmen yabancı sermaye açısından cazip hale gelmiştir. Bu dönemden itibaren yabancı sermaye girişi hızla artmaya başlamıştır.

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin hacmi, dış ticaret üzerindeki kontrollerin kaldırılması, kendi para ve sermaye piyasalarını kurması ve devletin piyasalar üzerindeki hâkimiyetinin her geçen gün kalkmasının ardından hızla büyümektedir.

24 Ocak 1980 tarihli ekonomik tedbirler ve 1986 yılında kabul edilen 8/168 sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı gibi düzenlemeler ile yabancı sermaye girişi teşvik edilmiş ve bu tarihten sonra yabancı sermaye yatırımlarında önemli artışlar görülmüştür.[117] Alınan bu teşvik tedbirleri arasında döviz alım satımının serbestleşmesi, döviz piyasasının üzerindeki kontrollerin ve yasaklamaların giderek kaldırılması ve ithalat ve ihracat üzerinden alınan birçok vergi ve teminatların önemli ölçüde azaltılması ile birlikte dış ticaret üzerindeki devlet denetimi büyük ölçüde kaldırılmıştır. Bu anlamda yabancıların ülkemizde yapacağı yatırımlara ilişkin bürokratik işlemleri en aza indirilmek amaçlanmıştır. Ayrıca bu alınan kararların ve yapılan işlemlerin uyumlu ve hızlı bir şekilde uygulamaya geçilebilmesi için daha önceleri Maliye, Ticaret, Sanayi ve Teknoloji Bakanlıkları ile DPT tarafından dağınık bir şekilde yürütülen bu hizmetler Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi adı ile kurulan bir birim altında toplanılması kararı alınmıştır.[118] Bunlara ilaveten yerli ve yabancı sermaye oranı ile kar ve ana sermaye transferi üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, yabancı teknik ve

[116] Berksoy ve Burak Saltoğlu,**a.g.e**.,s.47
[117] İlhan Yılmaz, **Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentileri**", YASED İnceleme Yarışması, Yay. No:33, Kasım 1988,s.48
[118] Tecer, **a.g.e.,**s.89

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

idari personel istihdamına izin verilmesi ve altyapı ile ilgili kamu yatırımlarında "yap-işlet-devret" modelinin kabulü ile ortak yatırım girişimleri yer almaktadır.

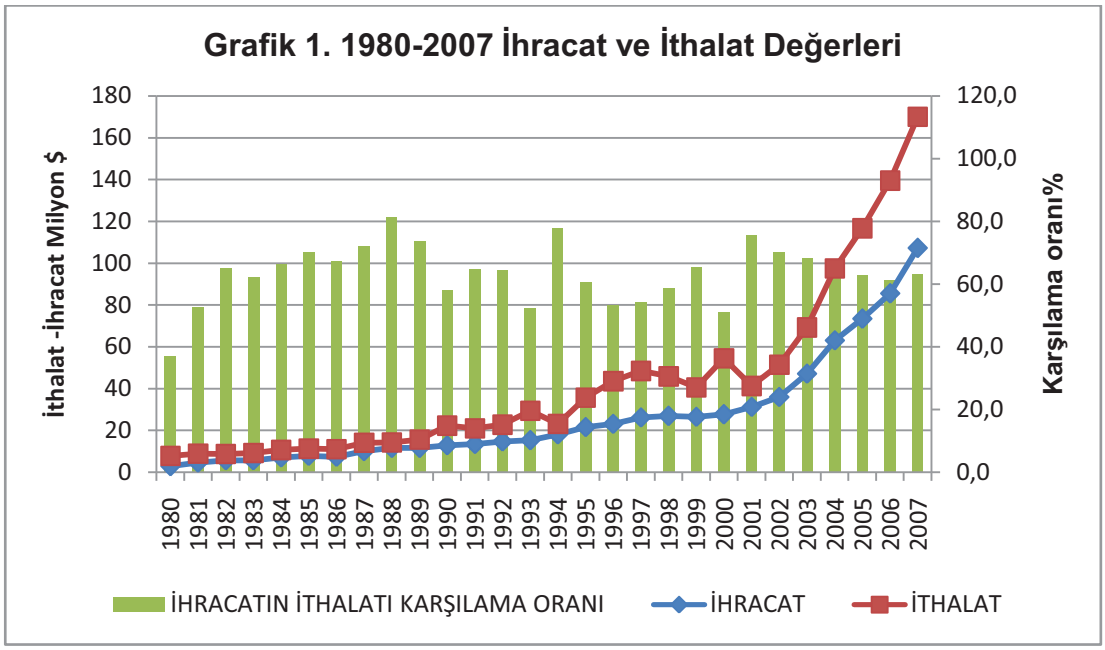
Uluslararası piyasalarda meydana gelen serbestleşme ve ulusal piyasalara işlerlik kazandırma çalışmalarına paralel olarak Türkiye'de 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe kondu. Bu kanun ile Türkiye'de sermaye piyasalarının düzenlenmesini, desteklenmesini ve denetlenmesine ek olarak güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasası oluşturarak yatırım yapmak isteyen yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunması amaçlanmıştır.[119] Böylece bu, piyasalarının gelişimini ve işlerlik kazanmasına destekleyen en önemli adımlardan biri olmuştur.

Bu dönemde alınan kararlar ve teşvik tedbirleri ile Türkiye'de bir döneme damga vuran devletin ekonomiye müdahalelerini en aza indirebilecek ve piyasa ekonomisine işlerli kazandırabilecek reformlar yapılmıştır. Ayrıca ihracata dönük sanayileşme politikalarına geçilmesi ile Türkiye ekonomisini serbest piyasa mekanizması işleyişine bırakarak piyasa güçlerine dayanarak ekonomiyi dışa açılmasını sağlamaya çalışılmıştır. Bununla birlikte bu dönemde ithalatta serbesti sağlayarak ve yabancı sermayeyi teşvik ederek piyasalarda fiyat rekabetini kurmaya çalışılmıştır.[120]

Bu alınan kararlar ile Türkiye'nin ihracatı gerek değer olarak artmış gerekse içerik bakımından önemli değişiklikler yaşamıştır. Dış ticaret politikalarının liberalleşmesi ile ihracat 1980 yılında 2,9 milyar dolar düzeyinden 1982 'de 5,7 milyar dolara çıkmıştır. (Tablo 2) buna paralel olarak yabancı sermaye girişleri ve işçi döviz girişi de süratle yükselmiştir.

[119] TCMB, **a.g.e.,** s.13
[120] Şahin, **a.g.e**,ss.191-193

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916



Kaynak: http://www.tuik.gov.tr

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin miktarı1980'li yılların başında artmasına rağmen sınırlı ölçüde ve dalgalı bir seyir izlemiştir. Fakat ilerleyen dönemlerde gelen yabancı sermayenin hacminde gözle görülür bir büyüme gerçekleşmiştir. 1980 ve 1984 yıllarında ülkeye gelen yabancı sermaye yıllık yaklaşık olarak ortalama 560 milyon dolar düzeyindeydi. Bu rakamlar 1985 ve 1989 yıllarına gelindiğinde ülkeye gelen yabancı sermaye yıllık yaklaşık olarak ortalama 980 milyon dolara yükselmiştir.[121]

Türkiye ekonomisi açısından 1990'lı yıllara gelindiğinde ulusal ülke sınırları içine giren yabancı sermaye hareketlerinin yıllık hacmi Tablo 1'den de anlaşıldığı gibi dalgalanmalar ile birlikte büyümüştür. 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinde yaşanan gelişmelerle birlikte hacimsel büyümenin yanı sıra 1991 ve 1994 yıllarında görülen yıllık hareketlerdeki dalgalanmalar dikkat çekmektedir. Bu dönemlerde büyük hacimli sermaye çıkışları olduğu görülmektedir.(Tablo 1)

[121] Berksoy ve Burak Saltoğlu,**a.g.e**.,s.49

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

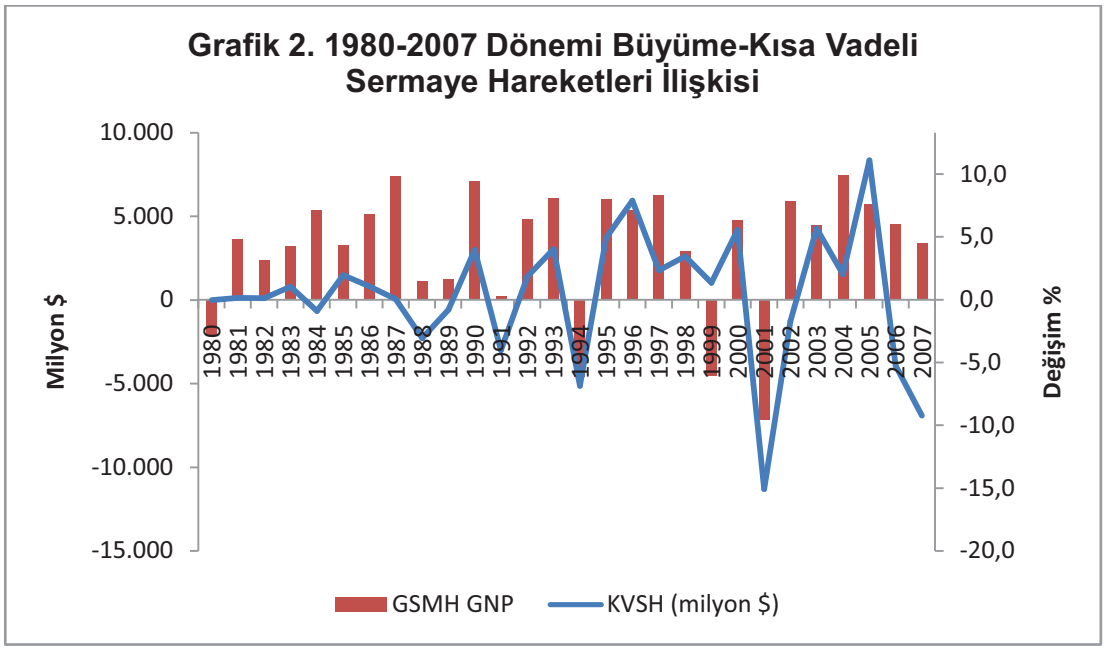
1989 ve 1990 yıllarında döviz fiyatlarında yaklaşık enflasyon hızının yarısı kadar bir artışın olmasından dolayı kısa vadeli dış kredi kullanılması özel ve kamu kuruluşları için çok cazip hale gelmiştir.[122] Bu nedenle 1990 yılında 3 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Bununla birlikte ertesi yıl 1991yılında ülke sınırları içine giren sermaye Körfez Savaşı'nın patlak vermesinden dolayı döviz fiyatlarındaki artışın yaklaşık olarak yıllık enflasyon düzeyine çıkması ile bir önceki yıl gelen sermaye tersine hareket ederek olduğu gibi geri dönmüştür.

1994 yılına gelindiği zaman tıpkı 1991 yılındaki dalgalanmaya paralel olarak sermaye çıkışının yaşandığı dönemdir.1989 yılında sermaye hareketlerinin kabul edilen 32 sayılı karar ile serbestleşmesi sonucu döviz kurları piyasa koşullarında belirlenmekten çıkarak kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışları sonucu değişen bir fiyat haline geldi. Buna bağlı olarak spekülatif amaçlı sermaye girişlerinin artması ile buna bağlı olarak toplam talebin artması sonucu enflasyon oranın yükselmesine ve yurt içi tasarrufların azalmasına neden oldu. 1989 yılında yurt içi tasarruf oranları % 23,3 iken bu rakamlar 1993 yılında %15 'lere gerilemiştir.[123] Ekonomideki bu gelişmeler üzerine 1993 yılının da dış ticaret açığının 14 milyar dolar çıkması uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir (investible) ülke derecesinden spekülatif ülke derecesine düşürmesi finansman piyasalarında paniğe neden oldu. Ekonomik bireylerin dövize hücum etmesi döviz fiyatlarını yükseltti. Merkez Bankası döviz kurunu tutmaya çalışsa da gücünün yetmeyeceği anlaşıldığında 5 Nisan 1995' te İstikrar Programı kararları açıklanarak TL devalüe edildi. Bu dönemde ekonomide 5127 milyon dolar sermaye çıkışı yaşandı.

Burada görülen 1990 ve 1993 yılında yaklaşık 3 milyar dolar giriş kaydeden KVS, 1991 Körfez Savaşı ve 1994 finansal krizi sırasında istikrarsızlık ortamından etkilenerek hızlı biçimde ekonomiden kaçmış ve rezerv edinimi hız kaybetmiştir. 1990-1994 Aralığında toplam KVS çıkışları 8,2 milyar dolara ulaşmıştır.

[122] Emin Çarıkçı, **Türkiye'de İç ve Dış Ekonomik Gelişmeler**, Ankara: Adım Yayınları, 1996, s.152
[123] Şahin, **a.g.e.,** s.217

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916



Kaynak: TCMB ve DPT

Bu yıllarda Türkiye ekonomisinde finansal ve dış ticaret alanlarında reform statüsünde iki çarpıcı yenilik göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki 1989 yılının ağustos ayında kabul edilen 32 sayılı karar ile dış dünya ile Türkiye arasındaki sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıdır.

Bir diğer değişiklik ise dış ticaret politikalarının serbestleşmesindeki son durağı olan 1995 yılındaki Türkiye'nin AB ile gümrük birliğinin gerçekleşmesidir.[124] Bunu üzerine KVSH' de 1997 yılında 1,7 milyar dolar net giriş gerçekleşirken, 1998 yılında yaklaşık % 47,7 oranında artarak net girişler 2,6 milyar dolara çıkmıştır.

[124] Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi**, ss.172-179

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 1. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri

Yıllar	Sermaye Hareketleri (Milyon $)			
	KVSH	Portföy Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Diğ. UVSH
1980	-2	0	18	656
1981	121	0	95	683
1982	98	0	55	127
1983	798	0	46	39
1984	-652	0	113	612
1985	1.479	0	99	-513
1986	812	146	125	1041
1987	50	282	106	1453
1988	-2.281	1178	354	-209
1989	-584	1386	663	-685
1990	3.000	547	700	-210
1991	-3.020	623	783	-783
1992	1.396	2411	779	-930
1993	3.054	3917	622	1370
1994	-5.127	1158	559	-784
1995	3.713	237	772	-79
1996	5.945	570	612	1636
1997	1.761	1634	554	4788
1998	1.313	-6711	573	3985
1999	1.024	3429	138	344
2000	4.200	1022	112	4276
2001	-11.321	-4515	2855	-1131
2002	-1.279	-593	962	2104
2003	4.283	2465	1253	-809
2004	1.537	8023	1978	6140
2005	8.346	13437	8638	13524
2006	-3.928	7373	18984	12098
2007	-6.911	717	19757	25572

Kaynak: TCMB ve DPT

1995 ve 1997 yılarında istikrar adına önemli adımlar atılmasına rağmen % 100'lerin üzerine çıkan enflasyon oranının ve devam eden siyasi istikrarsızlık ortamında azaltılmasına dair pek bir şey yapılamamıştır. Bunun sebebi ise seçilen hükümetlerin kısa zamanda erken seçime gitmeleri ve neredeyse her yıl tekrarlanan seçimler, kamunun kaynak gereksinimini arttırdıkça piyasalarda istikrarın sağlanması hedefinden daha uzağa gidememiştir. Buna paralel olarak Türkiye ekonomisinde yüksek faiz, düşük

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

kura dayalı para politika uygulamaları Kasım 2000 ve Şubat 2001' de yaşanan ekonomik krize kadar devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinde 2000 yılına gelindiğinde yüksek faiz, düşük kura dayalı para politikası uygulamalarının sürdürülmesi ve yapısal reformların gerçekleştirilemeyişi gibi olumsuz faktörler piyasalarda makro ekonomik bozulmalara yol açmıştır. Bu olumsuzluklara gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflenen enflasyon oranlarını yaklaşık %20 daha fazla artarak %37 olarak gerçekleşmesi ile birlikte cari açığın da 9,8 milyar dolara yükselmesi eklenince enflasyonu düşürme programının yerli ve yabancı piyasalarda kredibilitesini sarsılmıştır. Bu yıl piyasalarda yaşanan sermaye çıkışları ile yurtiçi piyasalarda meydana gelen likidite darlığı, kısa vadeli faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Faiz oranlarında meydana gelen bir artış ile ekonomik bireyler portföylerini yoğun bir şekilde devlet iç borçlanma senedi şeklinde tutmaya başlamaları kısa vadeli dış kaynaklar ile finanse eden bankaların açık pozisyonlarını arttırmıştır.[125] Bu süreç, 22 Kasım 2000 tarihinde Türkiye ekonomisini bir finansal kriz ortamına sokmuştur.

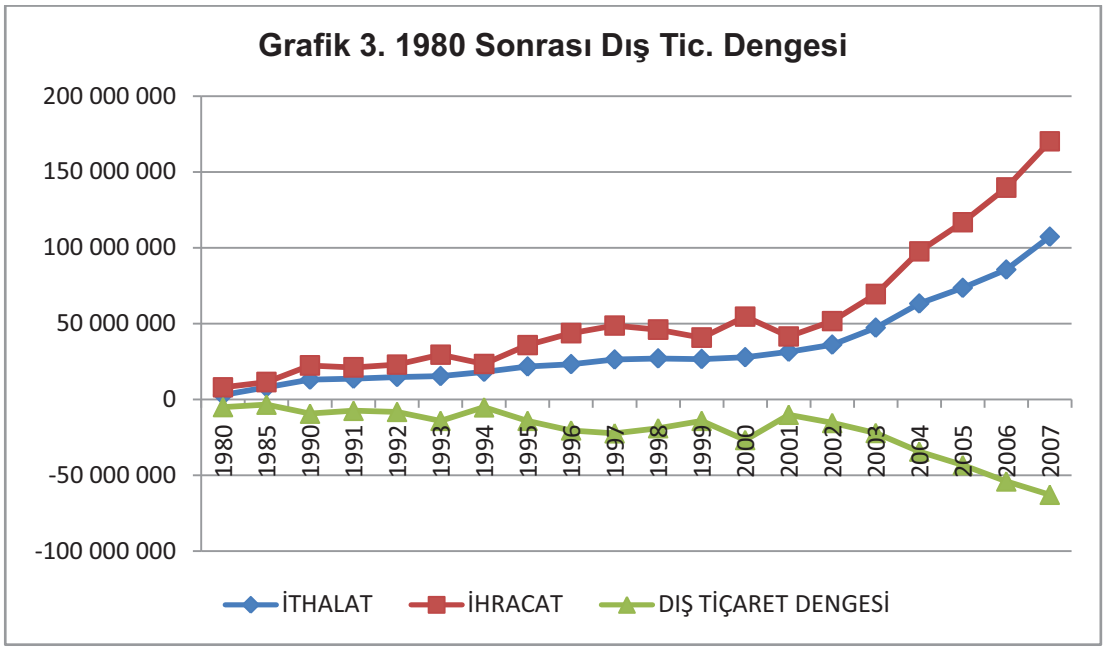
Kasım 2000 krizinden sonra gerek yurtdışından gerekse yurtiçinden sağlanan kredilerin vadeleri giderek kısalması ve faiz oranları yüksek düzeylerde seyretmesi, mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri arttırmıştır. Türkiye 1999 yılında yaşamış olduğu krizin etkilerini azaltmak ve krizle mücadele etmek amacıyla IMF ile bir araya gelerek "Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonla Mücadele Programı" adı altında 2000-20002 yılını kapsayan bir istikrar programı yürürlüğe koyulmuştur.[126] Aralık 2000-Ocak 2001 aylarında IMF' den gelen 2,9 milyar doların da katkısıyla sermaye hareketlerinde geçici bir istikrar sağlanmıştır.[127] Türkiye ekonomisi Kasım 2000 krizinin etkilerinde kurtulamadan yaklaşık üç ay sonra bir siyasi krizle birlikte Şubat 2001'de kırılgan bir yapıya bürünmesi ve siyasi ve ekonomi otoritelerinin piyasalar karşısında güvenilirliğini kaybetmesi ile ülke döviz krizi

[125] Aklan, **a.g.m.,** s.45
[126] Hayal Ayça Şimşek,"Türkiye'de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkileri",**Finans Politik & Ekonomik Yorumlar,**2007,Cilt:44,Sayı:512, s.54
[127] Boratav, **"2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri",**s.13

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ile karşı karşıya kalmıştır. İktidar ve MB'a duyulan güvene paralel olarak önemli kredibilite kaybına uğrayan program, 21 Şubat 2001'de dövize yönelik spekülatif saldırılar nedeniyle yürürlükten kaldırılarak, dalgalı kur sistemine geçilmiştir.

Kısaca Türkiye'de dış ticaret açığının 2000 yılında – 26,7 milyar dolara yükselmesinden dolayı özellikle yabancı yatırımcıların programın sürdürülemeyeceğini düşünmeye başlamaları ile ülkeden bu dönemde - 11.321 milyon dolar KVSÇ yaşanmıştır.(Tablo 1) Bu durum dövize olan talebi kısa sürede aşırı boyutlara ulaştırmış ve kriz başlamıştır. Bununla birlikte bu dönemde gayri safi milli hâsıla -9,5 büyüme oranı yakalamıştır. (Grafik 2)



Kaynak: TCMB

Türkiye'de 2002 yılından itibaren uygulanan yeni ekonomik programın öngörüleri daha önceki programlardan farklı olmasa da 2000 Kasım ve 2001 Şubat'ında artarda yaşanan iki krizin ardından gelen tek parti iktidarı ile siyasi istikrar sağlanması, uygulanan programların ekonomi üzerinde daha olumlu etkiler doğurmasına yardımcı olmuştur. Piyasaların

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

daha önceki dönemlere göre istikrarlı bir yapıya bürünmesi sonucu ülkeye gelen yabancı sermaye miktarında artışlar kaydedilmiştir. 2002 yılından 2007 yılına kadar bir süreyi kapsayan uzun vadeli bir istikrar programı uygulanmaktadır. Bu dönemin büyük bir çoğunluğu tek partili bir iktidarla geçilmesi dış piyasalar tarafından olumlu algılanarak yabancı sermaye girişleri bu dönemde artmıştır.

Tablo 2. Türkiye'nin 1980-2007 Dış Ticaret Verileri

YILLAR	İHRACAT		İTHALAT		DIŞ TİÇ DENGESİ	İHRACATIN İTHLATI KARŞILAMA ORANI
	Değer 000 $	Değişim %	Değer 000 $	Değişim %	Değer 000 $	%
1980	2 910 122	28,7	7 909 364	56,0	-4 999 242	36,8
1981	4 702 934	61,6	8 933 374	12,9	-4 230 439	52,6
1982	5 745 973	22,2	8 842 665	-1,0	-3 096 692	65,0
1983	5 727 834	-0,3	9 235 002	4,4	-3 507 168	62,0
1984	7 133 604	24,5	10 757 032	16,5	-3 623 429	66,3
1985	7 958 010	11,6	11 343 376	5,5	-3 385 367	70,2
1986	7 456 726	-6,3	11 104 771	-2,1	-3 648 046	67,1
1987	10 190 049	36,7	14 157 807	27,5	-3 967 757	72,0
1988	11 662 024	14,4	14 335 398	1,3	-2 673 374	81,4
1989	11 624 692	-0,3	15 792 143	10,2	-4 167 451	73,6
1990	12 959 288	11,5	22 302 126	41,2	-9 342 838	58,1
1991	13 593 462	4,9	21 047 014	-5,6	-7 453 552	64,6
1992	14 714 629	8,2	22 871 055	8,7	-8 156 426	64,3
1993	15 345 067	4,3	29 428 370	28,7	-14 083 303	52,1
1994	18 105 872	18,0	23 270 019	-20,9	-5 164 147	77,8
1995	21 637 041	19,5	35 709 011	53,5	-14 071 970	60,6
1996	23 224 465	7,3	43 626 642	22,2	-20 402 178	53,2
1997	26 261 072	13,1	48 558 721	11,3	-22 297 649	54,1
1998	26 973 952	2,7	45 921 392	-5,4	-18 947 440	58,7
1999	26 587 225	-1,4	40 671 272	-11,4	-14 084 047	65,4
2000	27 774 906	4,5	54 502 821	34,0	-26 727 914	51,0
2001	31 334 216	12,8	41 399 083	-24,0	-10 064 867	75,7
2002	36 059 089	15,1	51 553 797	24,5	-15 494 708	69,9
2003	47 252 836	31,0	69 339 692	34,5	-22 086 856	68,1
2004	63 167 153	33,7	97 539 766	40,7	-34 372 613	64,8
2005	73 476 408	16,3	116 774 151	19,7	-43 297 743	62,9
2006	85 534 676	16,4	139 576 174	19,5	-54 041 499	61,3
2007	107 212 995	25,3	170 057 214	21,8	-62 844 219	63,0

Kaynak: http://www.tuik.gov.tr

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

3.2. Türkiye'ye Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişinin Nedenleri

Son dönemlerde hacim ve derinlik kazanan küreselleşme ile birlikte Türkiye ekonomisinin de bu yapılaşmaya paralel olarak hem finansal piyasalarında hem de dış ekonomik ilişkilerinde küreselleşmeye adapte olmaya çalışmaktadır. Türkiye'nin özellikle 1980'li yıllarda gerçekleştirilen finansal liberalleşme ve dışa açılma süreci hızla sermaye hareketlerine de yansımaktadır. Bu süreçte sermaye hareketlerinin hacminde ve karakterlerinde bir değişim yaşanmıştır. Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin hacmi artmış ve kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak hedefli bir sermaye hareketleri karakterine dönüşmüştür. Bu nedenle bu çalışmada Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu ülkeye yönelmesinin nedenleri üzerine durulacaktır.

Türkiye 'de sermaye hareketlerinin, 1980'li yıllarda gerçekleştirilen finansal liberalleşme ve dışa açılma süreci ile beraber sermaye hareketlerinin hacim olarak hızlı bir şekilde artmış ve karakter olarak da değişim sergilemiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi piyasalarda üretim ve etkinliği artıracağı ve ülkenin refah seviyesini yükselteceği beklenirken gerek kamu açıklarının finansmanında gerek car açığın finansmanında gerekse politik sebeplerden ötürü gelmesi sağlanan yabancı sermayenin ülkeye net bir faydası olmamıştır. Fayda gibi görülen gelişmeler, sıcak para çıktığında kaybolup gitmektedir. Spekülatif ve kısa vadeli gelen yabancı sermaye, piyasalarda görülen faydaları da spekülatif ve kısa vadeli olmaktadır.

Türkiye 'ye gelen yabancı sermayenin yanı sıra yerli sermeyeninde faiz ve kur değişiklerine olan beklentileri sermaye hareketlerinin en belirleyici unsuru olmuştur.

Türkiye'de yıllardır içinde bulunduğu yüksek iç borç oranının yurt içi kaynaklarla finanse edilememesinden dolayı açığın dış kaynaklardan finanse edilmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle ısrarla sürdürülen "yüksek faiz / ucuz döviz" politikası ile gerek yabancı gerekse yerli sermayenin, kısa sürede yüksek kar elde etme imkânı sağlamış ve böylelikle Türkiye'ye gelen

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

sermayenin spekülatif amaçlı hareket etmesine zemin hazırlamıştır.[128] Bu nedenle ülkeye gelen yabancı sermayenin Türkiye ekonomisinde üretim ve etkinliği artırarak refah düzeyini yükseltmesi beklenirken kısa vadeli ve spekülatif amaçlı hareket ederek Türkiye'yi ucuz ithalata dayalı ekonomi çarkının içine sokarak üretimin yapısı bozmakta ve bunun sonucu olarak hem istihdam sorunu büyütmekte hem de ülkenin istikrarlı bir büyüme oranını yakalamasını engellemektedir.

Bir ülkede reel faizlerin, uluslararası faiz oranlarına göre yüksek seyretmesi, spekülatif nitelikte sermaye ve sıcak para girişine neden olmaktadır. Türkiye'de reel faiz oranlarının, uluslararası (ABD ve AB ülkeleri gibi) faiz oranlarına göre çok yüksek oranda olmasından dolayı Türkiye, 1995' ten beri bu kısa vadeli ve makroekonomik dengeleri bozucu akımlara iyi bir beslenme alanı haline gelmiştir. Türkiye'de ki yüksek faiz oranları sermaye sahiplerine kısa sürede yüksek kazanç sağlamaktadır. Çünkü iktisadi literatüre göre ithalat artarken dövizin değerinin artması beklenirken Türkiye'de son dönemlerde ekonomik göstergelerde de görüldüğü gibi dövizin değeri düşmekte veya sabit kalmaktadır. Burada düşmesinin sebebi faiz oranlarının yüksek olmasından dolayı ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketleridir.

3.3. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkilerinin İktisadi ve İstatistikî Verilerle İncelenmesi

Bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin başlıca iktisadi değişkenler üzerine olan etkilerini tespit açısından öncelikle ön bir analiz olarak iktisadi bir araştırma yapılacaktır. İleriki aşamalarda ise bu iktisadi analizden sonra bu veriler eşliğinde istatistikî bir inceleme yapılacaktır.

[128] Ercan Enç,"Dış Ticaret, Cari Açık Ve Kriz", **GÜ İİBF Dergisi**, 2/2001,s.31

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

3.3.1. İktisadi Literatüre Göre İncelenmesi

Türkiye ‘de özellikle 1080’li yıllardan beri uluslararası piyasada sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artması ile genellikle de gelişmekte olan ekonomilerde bu büyük miktardaki kontrolsüz sermaye girişleri ulusal piyasalarda istenmeyen makroekonomik etkilerini ortaya çıkarmıştır. Bu bölümde, önemli ölçüde serbestleşme hareketlerinin başladığı 1980 ile 2007 yılları arası Kısa vadeli sermaye hareketlerinin başlıca değişkenler üzerine olan etkileri tablo ve grafikler yardımı ile analiz edilmektedir.

3.3.1.1. KVSH’ nin Döviz Kuru Üzerine Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yüksek faiz ve düşük döviz kuru arbitrajından faydalanmak için hareket eden ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek olan bir sermaye hareketidir. Bir ülkeye kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelmesi için öncelikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve daha sonra döviz kurunun değer kaybetmesi gerekmektedir. Bununla birlikte sermayenin yöneleceği ülkenin yurt içi faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarından yüksek olması gerekmektedir. Bu gerekliliğin sağlanması durumunda ülkeye yoğun bir sermaye girişi olması beklenmektedir.[129] Bunun sonucu olarak ülkeye gelen yabancı sermaye yerli piyasada döviz bolluğuna sebep olacağı için ülkeye giren yabancı paranın değeri düşerken ulusal para değer kazanmaktadır. Kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak hedefli sermaye hareketleri (sıcak para) beklediği karı sağladığında tıpkı geldiği gibi hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır.

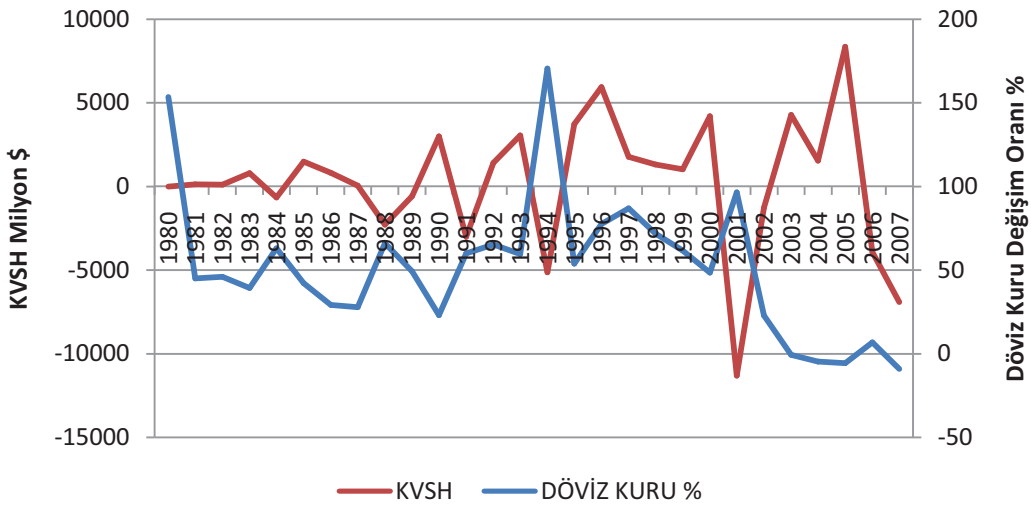
KVS ‘nin kendi mantığı gereği hareket etmesi ile kendi istikrarsızlığını gittiği ülkelerin ekonomilerine de yansıtmaktadır. Özellikle döviz piyasası bu tür sermaye hareketlerinden en çok etkilenen bir değişkendir. Türkiye’ye yönelen kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru

[129] Kaya,**a.g.e.**,s.42

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ilişkisi Grafik 4'te gösterilmektedir. Türkiye'de ülkeye gelen yabancı sermayenin hacmi, dış ticaret ve piyasalar üzerindeki kontrollerin kaldırılmaya başlanıldığı 1980'li yıllardan itibaren hızla büyümektedir. Kendi dolaşım mantığı açısından dönemsel dalgalanmalar göstermektedir. Buna paralel olarak döviz piyasası da bu sermaye hareketlerine eşlik ederek Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişi yükseldiğinde döviz kuru düşmekte sermaye çıkışı olduğunda da döviz kuru yükselmektedir. Grafik 4'e bakıldığında bu ters yönlü ilişki açıkça görülmektedir.

Grafik 4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri- Döviz Kuru İlişkisi (1980-2007)



Kaynak: TCMB

Türkiye 1980 yılından beri ısrarla üzerinde durduğu dışa açılma politikalarının sonucu olarak bu tarihten itibaren yabancı sermayenin hacmi ve karakteri değişmiştir. Yabancı sermaye hacim olarak artmış fakat vadeli kısalmış ve amacı üretim *ve* istihdam yaratan yatırımlara yönelmeyen hisse senedi piyasaları ve hazine bonoları gibi parasal varlıklara yönelen bir yapıya bürünmüştür. Bu dönemlerde yapılan reformlar ve liberalleşme hareketleri kısa vadeli sermaye girişlerini artırmış buna bağlı olarak döviz kuru düşmüştür.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

2002 yılından itibaren 2005[130] yılındaki küçük dalgalanmayı göz ardı edersek bu yıldan itibaren KVSH ile döviz kuru arasındaki makas açılmaktadır. Bu yıldan itibaren piyasaya sıcak para girişi devam etmekte ve bu nedenle döviz kuruda düşmektedir. KVS girişi ile ülkenin cari açık vermesine rağmen döviz kurlarının artmayıp azalması sermaye girişinin devam etmesinden dolayıdır.

1990'lı yıllara gelindiğinde sermaye hareketlerinde ani ve keskin

Tablo 3. 1980-2007 Yılları Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri – Döviz Kuru İlişkisi

Yıllar	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**	**1984**	**1985**	**1986**
KVSH Milyon($)	-2	121	98	789	-651	1479	812
Döviz Kuru ($)	76	110	161	224	365	518	669
Yıllar	**1987**	**1988**	**1989**	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**
KVSH Milyon($)	50	-2281	-584	3000	-3020	1396	3054
Döviz Kuru ($)	856	1421	2121	2608	4170	6888	10986
Yıllar	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**
KVSH Milyon($)	-5127	3713	5945	1761	2601	1024	4200
Döviz Kuru ($)	29704	45673	81084	151429	260040	420126	623704
Yıllar	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
KVSH Milyon($)	-11321	-1279	4283	1537	8246	-3.928	-6911
Döviz Kuru ($)	1225412	1505840	1493069	1422341	1340790	1431100	1301510

Kaynak: DPT VE TCMB

dalgalanmalar görülmektedir. Söz konusu dalgalanmaların çok belirgin bir

[130] 2005 yılı Şubat ayında yüzde 17 seviyelerinde olan bileşik iç borç ihale faizi, ABD'nin faiz artırımına gideceği beklentisine paralel olarak Mayıs ayında bir miktar artış göstermiştir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

şekilde gözlendiği 1994 ve 2001 yıllarında kısa vadeli sermaye hareketlerinde ve buna paralel olarak döviz kurunda keskin değişiklikler gözlenmiştir. Bu iki dönemde de ortak nokta Türkiye ekonomisinde yaşanan siyasi ve ekonomik krizlerin sonucu KVS ülkeyi terk etmiştir. Yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi sonucu likidite sıkıntısı yaşanmış ve dövize olan talep artmıştır. Buna bağlı olarak döviz kuru da hızla yükselmiştir. (Grafik 4)

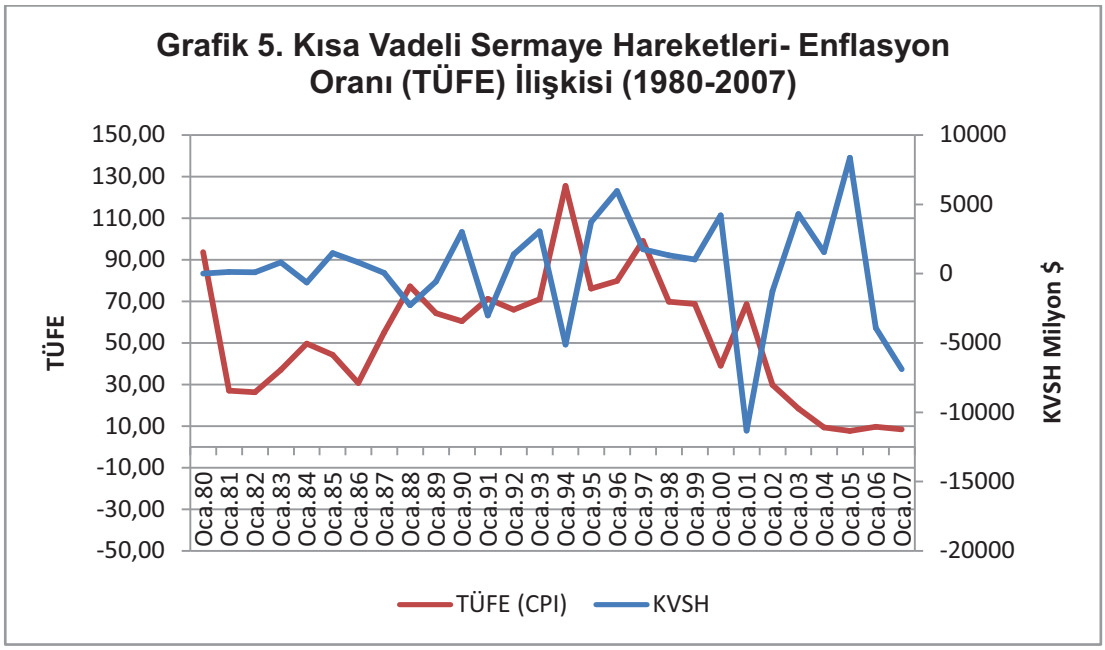
Sonuç olarak özellikle 1980‘ li yıllardan beri süre gelen Türkiye ekonomisi, spekülatif sermaye hareketlerinin etkisi altında dalgalanan bir kur sistemine sahip olmasından dolayı bu durumun piyasalar üzerinde yarattığı belirsizlik reel sektörü olumsuz etkilemiştir. Uluslararası para hareketlerinin etkileşim alanına giren döviz kuru piyasalarda belirsizliğe sebep olarak ekonomik istikrarsızlığı besleyen bir sisteme dönüşmüştür.

3.3.1.2. KVSH’ nin Enflasyon Üzerine Etkileri

Türkiye’ye gelen yabancı sermaye, yatırımları finanse etmek için ek bir kaynak oluşturmak yerine iç talebi artırarak enflasyon oranının yükselmesine neden olmuştur.

Grafik 5’te Türkiye’nin 1980 ile 2007 yılları arası kısa vadeli sermaye hareketleri ile enflasyon oranı karşılaştırılmıştır. Bu grafikte enflasyon oranlarının KVSH’ ni kısa süreli bir gecikme ile de olsa takip etmektedir. Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri 1980li yıllarda gerek hacim olarak gerekse oynaklık olarak bir artış sergilemiştir. Türkiye piyasalarında spekülatif amaçlı sermaye kendi yapısında bulunduran unsurlar gereği ülkeyi terk ettiği dönemlerde sırasıyla döviz kurunu artırmış, döviz kurunun artması ise ithal malların fiyatını yükseltmiştir. Bu sebepten ötürü artan ithal mal fiyatları, ithal hammadde ya da aramalı kullanılan ürünlerin ve ithal tüketim mallarının fiyatlarını artırmıştır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916



Kaynak: http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm

Ayrıca Türkiye ekonomisinde dolarizasyonun önemli bir seviyede olmasından dolayı dolar ile işlem yapan ekonomik bireyler ürettikleri ve sattıkları malların ve verdikleri hizmetin değeri doğal olarak artmaktadır.

Buna ilaveten döviz kuru sermaye çıkışı ile değeri artan döviz kuru ihracatı desteklemiş ve görece malın az olduğu ülkemizde mevcut alın ihraç edilmesi piyasalarda az bulunan malların fiyatlarını artırmıştır.[131] Burada ithal mallarının fiyatlarının artması, döviz ile işlem yapan ekonomik bireylerin ürettikleri mal ve hizmetlerinin fiyatının artması ve ihracattan ötürü mevcut malların fiyatlarında meydana gelen artışlar enflasyonu artırmıştır.

[131] Berument, **a.g.m.,**s.1

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 4. 1980-2007 yılları Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri – Enflasyon (Tüfe)

Yıllar	Ara.80	Ara.81	Ara.82	Ara.83	Ara.84	Ara.85	Ara.86
Enflasyon (TÜFE) (%)	93,71	27,06	26,29	37,05	49,68	44,19	30,67
Yıllar	Ara.87	Ara.88	Ara.89	Ara.90	Ara.91	Ara.92	Ara.93
Enflasyon (TÜFE)(%)	55,05	77,12	64,27	60,41	71,13	65,96	71,07
Yıllar	Ara.94	Ara.95	Ara.96	Ara.97	Ara.98	Ara.99	Ara.00
Enflasyon (TÜFE)(%)	125,48	76,04	79,75	99,09	69,72	68,79	39,03
Yıllar	Ara.01	Ara.02	Ara.03	Ara.04	Ara.05	Ara.06	Ara.07
Enflasyon (TÜFE)(%)	68,53	29,74	18,35	9,31	7,72	9,65	8,39

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Aylık Ekonomik Göstergeler

3.3.1.3. KVSH' nin Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri

Gerek iktisadi literatüre gerekse istatiksel verilere bakıldığında ödemeler bilançosu krizlerinin temel nedeni, Cari işlemler açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaştığı dönemler olduğu görülmektedir. Türkiye'de de 1970'lerin sonunda, 1994 yılında ve son olarak 2001 yılında yaşanan ekonomik krizlerin pek çok araştırmacı tarafından ödemeler bilançosu kaynaklı olduğu ileri sürülmektedir. Bundan ötürü cari işlemler hesabı ekonomi politikaları hakkında karar alma sürecinde göz önünde bulundurulması gereken en önemli değişkenlerden biridir.

1980' li yıllarda hız kazanan küreselleşme hareketlerinin bir parçası olan finansal liberalizasyon politikaları sonucu, cari işlemler hesabında, Türkiye'nin dış ticareti hacim ve içerik bakımdan değişmesine ve sermaye

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

hesabında ise ülkeye gelen yabancı sermayenin hem miktarında hem de geliş amacında önemli değişikliklere neden olmuştur. Fakat burada ki sorun cari açığın artmasından ziyade bunun nasıl finanse edildiği ile ilgilidir. Aynı düzeyde cari açık oranlarına sahip ülkelerde bu açığın ekonomilerinde farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Çünkü iktisadi literatüre baktığımızda düşük cari açık oranlarına sahip olmasına rağmen bazı ülkelerde kriz yaşanmış fakat bazı ülkelerinde sistematik bir şekilde yüksek cari açıklarla ekonomilerini sürdürdüğü görülmektedir.[132] Burada Türkiye'nin cari işlemler açığını nasıl finanse etti önem kazanmaktadır. Kısaca Türkiye'deki durum, KVSH' nin ülkeye gelmesi ile oluşan döviz bolluğunun tüketimi artırdığı ve bu durumun daha çok ithal mallara olan talebi yükseltmesinden dolayı oluşan cari acıktır. Yani Türkiye'de cari açık aslında iktisadi literatürde pekte istenmeyen bir şekilde finanse edilmektedir.

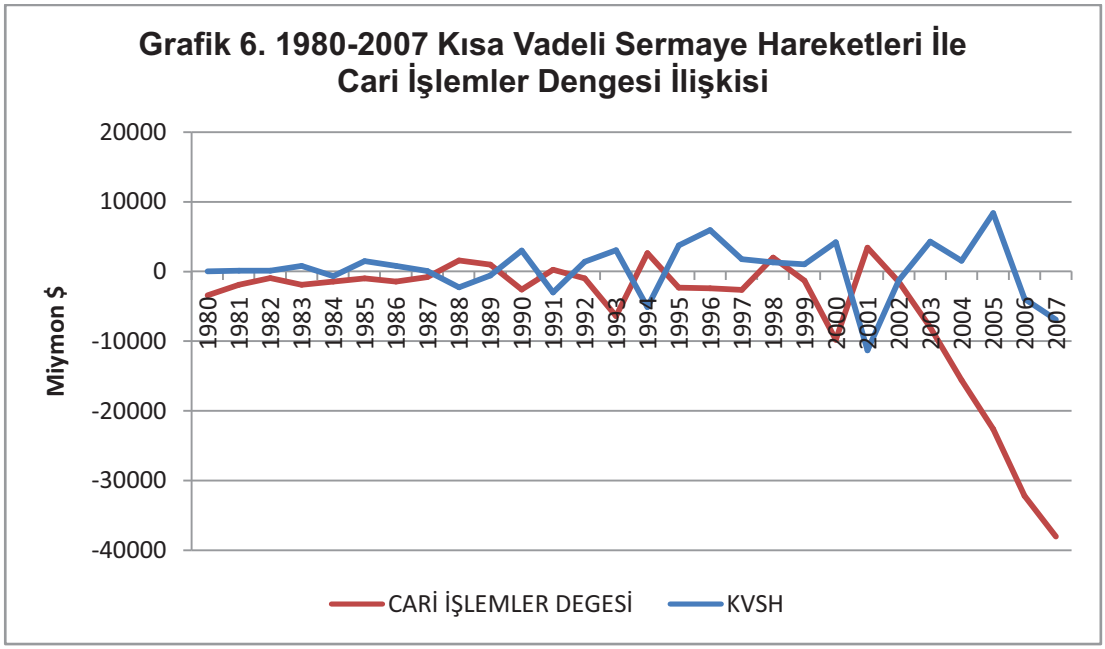
1980'li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılmaya başlanılması ile Türkiye' ye yönelen kısa vadeli sermaye girişleri, piyasalarda döviz bolluğu yaşatmış ve böylelikle yabancı paranın değerini düşürmüştür. Bu durum piyasadaki likiditeyi artırarak tüketimin artmasıyla sonuçlanmıştır. Döviz kurunun düşmesi ile ithalat artmış ve ihracat ise azalmıştır. Bu gelişmelerin doğal sonucu olarak, dış açık büyümüş ve ihracatın ithalatı karşılama oranının düşmüştür. Bu dönemlerde cari işlemlerdeki istikrarsızlığı gören yabancı sermaye ülkeyi terk etme yolunu seçmiştir. Bu durum kurların yükselmesine, hisse senetlerinin değerinin düşmesine ve kısa vadede likidite sıkıntısı yaşamasına neden olmuştur. Türkiye' de KVSG' in olduğu dönemlerde cari işlemler açığı, artan ithalattan ve bu ithalatı yine KVS ile finanse edilmesinden dolayı dönem dönem krizler yaşanmıştır.

Türkiye ekonomisinin yaşadığı krizleri besleyen ve krizlerin etkilerini derinleştiren yine bu sıcak para olarak tanımladığımız kısa vadeli sermaye hareketleri olmuştur. Bu dönemlerde kendi dolaşım mantığı gereği cari açığın

[132] Erman Erbaykal," Türkiye'de Ekonomik Büyüme Ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili Midir? Bir Nedensellik Analizi", **ZKÜ SB Dergisi**, Cilt 3, Sayı 6, 2007,s.82

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

sürdürülemeyeceğini anlayan yabancı sermaye kriz öncesi ülkeyi terk etmişlerdir.[133]



Kaynak: TCMB

Tablo 5. Sıcak Para Girişinin Makroekonomik Etkileri

Yüksek faiz → sıcak para girişi → döviz kurunun değerinin düşmesi → ithalatın artması → ihracatın azalması → cari acık → milli gelir azalması

Türkiye'de cari işlemler açığı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında uzun dönemli bir ilişki görülmektedir. Cari işlemler açığının yüksek olduğu yılların aynı zamanda kısa vadeli sermaye girişlerinin de yoğun yaşandığı yıllar olması bu ilişkiyi desteklemektedir.

[133] Boratav, "**2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, s.14

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 6. 1980-2007 yılları Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri – Cari İşlemler Dengesi

Yıllar	Oca.80	Oca.81	Oca.82	Oca.83	Oca.84	Oca.85	Oca.86
Cari İşlemler Dengesi (Milyon $)	-3408	-2936	-952	-1923	-1439	-1013	-1465
Yıllar	Oca.87	Oca.88	Oca.89	Oca.90	Oca.91	Oca.92	Oca.93
Cari İşlemler Dengesi (Milyon $)	-806	1596	938	-2625	250	-974	-6433
Yıllar	Oca.94	Oca.95	Oca.96	Oca.97	Oca.98	Oca.99	Oca.00
Cari İşlemler Dengesi (Milyon $)	2631	-2339	-2437	-2638	1985	-1336	-9823
Yıllar	Oca.01	Oca.02	Oca.03	Oca.04	Oca.05	Oca.06	Oca.07
Cari İşlemler Dengesi (Milyon $)	3393	-1519	-8036	-15599	-22604	-32192	-38031

Kaynak: TCMB

1989 yılında kabul edilen 32 sayılı kararla kambiyo kontrollerinin kaldırılması ile sermaye hareketleri üzerindeki bir engel daha kaldırılmıştır.[134] Bu durum üzerine 1990'lı yılara gelindiğinde kamu açıklarına bağlı olarak faiz oranlarının yüksek olmasıyla Türkiye ekonomisine 3000 milyon dolar kadar bir kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır. KVS' nin ülke sınırları içerisine girmesi ile döviz kuru düşmüş ve ekonomide yapay spekülatif bir büyüme gerçekleşmiştir. Burada yüksek kamu açıklarından kaynaklanan piyasalardaki iç dengesizlik ekonomide bu yaşanan gelişmelerle birlikte dış dengelerde de hızlı bir bozulmaya neden olmuştur. KVSG ile yükselen döviz kuru ithalatı hızla artırmış, ihracatı ise yavaşlatmıştır.[135] Bunun sonucunda dış ticaret açığı önemli boyutlara yükselmekte ve buna bağlı olarak cari işlemler açığı – 2625 milyon dolar seviyelere çıkmıştır. Bu cari işlemler

[134] Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi,** s.179
[135] Bilgin ,**a.g.m**.,s.85

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

dengesindeki açık yabancı sermaye sahipleri ve finans kuruluşları tarafından olumlu karşılanmamış ve bir sonraki dönemde 1991 yılında -3020 milyon dolarlık bir sermaye çıkışları ile birlikte cari işlemler açığı, ihracatın nispeten artması sonucu azalmaya başlamıştır.

1993 yılında meydana gelen kriz öncesi enflasyon oranı %114' leri bulması ile başlayan sermaye çıkışı sonucu 15 Ocak 1994 te TL %100' ün üzerinde değer kaybetmesi ile ekonomi % -6,1 küçülme yaşamıştır.[136] Bu nedenle ithalatta meydana gelen bir iyileşme cari işlemler hesabına da olumlu yansımıştır ve 2.631 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2001 yılına gelindiğinde KVSÇ ile başlayan ve krizle sonuçlanan dalgalanma döneminin ardından yapılan devalüasyon sonucu döviz kurunun % 133 değer kazanması ve ekonomide meydana gelen % -9,5 küçülme ile ithalat gerilemiş ve ihracat artmıştır.[137] Bu dönemde cari işlemler hesabına olumlu yansımış ve Tablo 6 'te de görüldüğü gibi 3.393 milyon dolar olarak belirlenmiştir.

Cari işlemler dengesi büyümenin yavaşladığı ve kriz öncesi yıllarda ya da kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk ettiği yıllar olan 1989, 1994, 1998 ve 2000 yıllarında fazla vermiştir. Buna karşın kriz öncesi ya da KVSG' nin olduğu yıllarda ise önemli boyutlarda cari işlemler açık verdiği Grafik 6 ' te görülmektedir.

3.3.1.4. KVSH' nin Yatırım ve Tüketim Üzerine Etkileri

Türkiye ekonomisinin kuruluşundan itibaren en büyük sorunu, istikrarlı bir büyümeyi gerçekleştirememesidir. Büyümenin yolu ise üretmekten, yani yatırım yapmaktan geçmektedir. Fakat Türkiye ekonomisi şimdiye kadar[138] yatırımları yeterli düzeyde gerçekleştirememiş ve istikrarlı bir ekonomik büyümeyi sağlayamamıştır. Bunun nedeni ise Türkiye'nin milli gelirin az olması sonucu, mevcut gelirin büyük bir kısmının tüketime

[136] Sönmez, **Türkiye ekonomisinin 80 yılı**, s.148
[137] Ercan Enç,**a.g.m.,**s.36
[138] 2002 den itibaren 2007 yılana kadar istikrarlı bir büyüme gerçekleşmiştir

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yönelmesi, kalan kısmın ise tasarruf edilerek, çeşitli mekanizmalarla yatırımlara yönelmesidir. Bu yüzden Türkiye ekonomisinde tüketim oranının yüksek olması dolayısıyla tasarruf miktarının düşük olması, büyüme için yeterli tasarruf miktarı sağlanamamış ya da diğer deyişle tasarruf açığı oluşmuştur. Bu nedenden ötürü, Türkiye 1980'li yıllarda ve özellikle 1989 yılında yabancı sermayeyi teşvik için ve dış ticareti artırmak için çıkarılan kanunlar ve yapılan çalışmalar, tasarruf fazlası olan ülkelerin fazla tasarruflarına olan ihtiyacından dolayı yapılmıştır. Fakat bu tasarruflar, Türkiye piyasalarına iki farklı şekilde gelebilmektedir. Uluslararası piyasalardaki bu tasarruf fazlası ya uzun vadeli reel yatırımlar için gelebilmekte ya da kısa vadeli gelen spekülatif amaçlı yatırımlara yönelebilirdi. Fakat ülkenin ekonomik kalkınmasına ve refah düzeyine olumlu katkılar yapması beklenen uzun vadeli yatırımları çekmek amacıyla yapılan serbestleşme hareketleri, beklentileri karşılamamıştır. Ayrıca, ülkenin yıllardır hem istikrarsız siyasi otoritelerin varlığı hem de buna paralel olarak yüksek faizli düşük döviz kurlu uygulanan politikaların getirdiği belirsizliklerin, istikrarsızlıkların ve krizlerin bol olduğu bir ekonomiye gelen kısa vadeli sermayenin beklenildiği gibi ekonomiye olumlu hiçbir katkısı olmadığı görülmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri yapısı gereği, Türkiye ekonomisi içinde meydana gelebilecek küçük siyasi veya ekonomik dalgalanmalara karşı risk algılamaları yüksek olması ve bu gibi durumlarda ülke dışına, daha güvenli, istikrarlı yatırım ortamlarına yönelmesi, ihtiyaç duyulan yurt içi tasarrufların birikmemesine neden olmaktadır. Grafik 7'de görüldüğü gibi büyüme, reel yatırımların yeterli düzeyde olmamasından dolayı istikrarsız bir yapı sergilemiştir. Böylece Türkiye ekonomisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkede kaldığı süre zarfında büyüyebilen bir ekonomi durumuna gelmiştir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 7. 1980-2007 Yatırım -Tüketim Değerleri

Yıllar	Yatırım / GSMH	Tüketim / GSMH	Yurtiçi Tasarruflar / GSMH
1980	0,22	0,81	0,22
1981	0,20	0,79	0,20
1982	0,19	0,78	0,19
1983	0,20	0,77	0,20
1984	0,19	0,83	0,19
1985	0,20	0,82	0,20
1986	0,23	0,81	0,23
1987	0,26	0,76	0,24
1988	0,26	0,73	0,27
1989	0,22	0,78	0,22
1990	0,25	0,78	0,22
1991	0,23	0,79	0,21
1992	0,24	0,78	0,22
1993	0,28	0,77	0,23
1994	0,22	0,77	0,23
1995	0,25	0,78	0,22
1996	0,25	0,80	0,20
1997	0,25	0,79	0,21
1998	0,24	0,77	0,23
1999	0,24	0,79	0,21
2000	0,25	0,82	0,18
2001	0,16	0,83	0,17
2002	0,22	0,81	0,19
2003	0,23	0,81	0,19
2004	0,27	0,80	0,20
2005	0,25	0,82	0,18
2006	0,24	0,84	0,16
2007	0,24	0,83	0,17

Kaynak: DPT, TÜİK

Türkiye 1980'li yıllara kadar uygulanan politikalar ithal ikamesine dayalı büyüme stratejisi üzerine kurulmaktaydı. 1980 yılından itibaren yapılan reformlar ve ülkenin dış dünya ile serbestleşme hareketleri ile ihracata dayalı dışa açık bir büyüme politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu yüzden 1980 öncesi kısmen dışa kapalı bir ekonomi anlayışı ile devletin piyasalarda aktif olarak rol aldığı dönemlerde tasarrufları artırarak yurt içi tasarruflarla yatırım

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yaparak büyüme hedeflenmiştir.[139] 1980 yılından itibaren de dışa açılma hamleleri ile ekonomik kalkınma için gerekli yurt içi tasarrufların yetersiz kaldığından dolayı yabancı tasarruflara yönelmiştir. Bu dönemlerde kamu açıklarının süreklilik arz etmesi ve bu açıkları finanse etmek için hükümetlerin iç borçlanmaya yönelmeleri faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Sadece 2001 yılında kamu bankalarını ve batık bankaları kurtarmak için yapılan iç borçlanma milli gelirin %68 düzeyinde gerçekleşmiştir.[140]

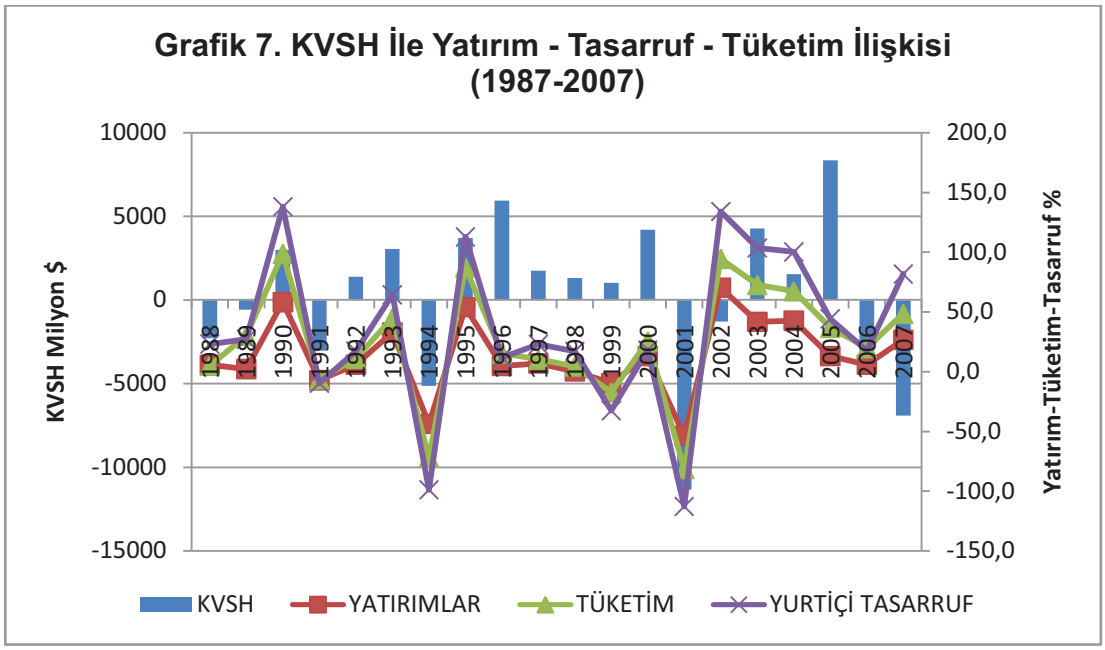
1989 yılında döviz kurları sabitken enflasyon oranlarının yüksek olmasından dolayı faiz oranlarının yüksek tutulması ve bu yıllarda yapılan finansal serbestleşme KVSH'ni teşvik etmiş ve ekonomide bu dönemden itibaren ağırlık kazanan kısa vadeli borçlanma yoluyla yatırım ve tasarruf etme hareketleri başlamıştır. 1993 yılına gelindiğinde ithalatla birlikte büyüyen Türkiye ekonomisinin buna bağlı olarak dış ticaret açığı ve kamu açığı artmıştır.1994 yılında ise yüksek faiz oranlarından ötürü mevcut tasarrufların kısa vadede yüksek getiri sağlayan finansal yatırımlara yönelmesinden dolayı meydana gelen bir krizle bu tasarruflarda ülkeyi terk etmiştir.[141]

[139] Şeref Saygılı, Cengiz Cihan ve Hasan Yurtoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Büyüme ve Verimlilik:1972-2000**, DPT Yayınları, Yay. No:2665,Aralık 2002, s.33

[140] Mustafa Sönmez, **100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yayınları, Baskı:1 2003,s.72

[141] Mustafa Sönmez, **Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı**, İstanbul: İTO Yayınları, Yay. No:2004-28, 2004, ss.146-148

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916



Kaynak: DPT

Grafik 7, Türkiye'nin yatırım tasarruf ilişkisini göstermektedir. Grafikten de anlaşıldığı gibi KVSH ile ülkemizde gerçekleşen toplam yatırım, tüketim ve yurt içi tasarruf oranları arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

1990-2001 yılları arası faiz oranlarının yüksek olmasından dolayı kamu açıklarını finanse etmenin maliyeti yükselmiştir. Bu durum ise yatırım ve üretimi azaltarak ekonominin reel üretim ekonomisinden kısa vadeli finansal işlemlerin ağırlıklı olduğu bir yapıya bürünmüştür.[142]

[142] Ufuk Başoğlu," Finansal Serbestleşme Ve Uluslar Arası Portföy Yatırımları", **Balıkesir Üniversitesi SBE Dergisi**, Cilt: 3, Sayı:4,2000, s.97

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 8. 1987-2007 Yılları arası Faiz Oranlarındaki Gelişmeler

Yıllar	Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı 12 aylık Saving Deposits Interest Rates	İnterbank Gecelik Faiz Oranı ortalama Interbank Overnight Interest Rates
1980	33,00	----
1981	35,00	----
1982	50,00	----
1983	45,00	----
1984	45,00	----
1985	55,00	----
1986	48,00	39,09
1987	58,00	42,36
1988	83,90	46,77
1989	58,80	26,87
1990	59,40	62,72
1991	72,70	59,87
1992	74,20	67,77
1993	74,80	69,93
1994	95,56	92,05
1995	92,32	106,31
1996	93,77	74,33
1997	96,60	77,93
1998	94,80	79,00
1999	46,70	69,90
2000	45,60	198,95
2001	62,50	59,00
2002	48,19	44,00
2003	28,59	26,00
2004	22,10	19,10
2005	20,38	13,50
2006	23,72	17,50
2007	21,03	16,75

Kaynak: TCMB, TÜİK

- Tasarruf mevduatı faiz oranları için bir yıl vadeli tasarruf mevduatı faiz oranı,
- İnterbank faiz oranı için interbank gecelik faiz oranı aylık ortalama değerleri verilmektedir.

2003 yılı öncesi özellikle kriz dönemlerinde siyasi ve mali istikrarsızlık nedeniyle yurtiçinden yurtdışına kaynak çıkışının yaşandığı

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

dönemler olmuştur. Fakat tek partili bir iktidarın varlığı ülkeye siyasi bir istikrar kazandırması ile birlikte mali tablolardaki düzelmelerde bunu takip etmiştir. Bugün gelinen noktada Türkiye'nin ekonomik yapısının kısa vadeli yabancı tasarrufların desteğine olan ihtiyacı her geçen gün azalmaktadır. Bunun en önemli nedenlerinin başında, ekonomik bireylerin (yerli ve yabancı tasarruf sahiplerinin) reel faiz oranlarının 2003' ten 2007' kadar geçen süreçte düşüş eğiliminde olmasıdır. (Tablo 8) Faiz oranlarındaki düşüşü, enflasyon oranlarının da takip etmesi ekonomide yaşanması muhtemel durgunluğu önleyerek hem ekonomide yatırımları canlı tutmakta hem de tüketimi artırmaktadır. Ayrıca faiz oranlarının düşmesi Türkiye'nin kamu finansman yükünü ve iç borçlanma maliyetini de düşürerek piyasaları rahatlatmaktadır.[143]

3.3.1.5. KVSH' nin Milli Gelir Üzerine Etkileri

Türkiye'nin kayda değer olarak 1980'li yıllara denk gelen finansal liberalleşme ve dışa açılma süreci ile beraber sermaye hareketlerinde hızlı bir artış gözlenmektedir. Yapılan bu reformlar ve serbestleşme hareketleri ile Türkiye ekonomisi istihdam artırıcı, istikrarlı ve hızlı bir ekonomik büyüme için gerek duyulan yatırımları finanse edebilecek yeterli iç tasarruflara sahip olmadığından dolayı sınırlarının dışındaki tasarruflara yönelmek için yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye çalışılmıştır. Gerek yetersiz tasarruf ve yatırımlar ile gerekse ülkeye yönelen sermayenin kısa vadeli oluşu ve bu sermayenin sektörlere yatırım yapmasından dolayı istenilen düzeyde ekonomik kalkınmada başarılı olunamamıştır.

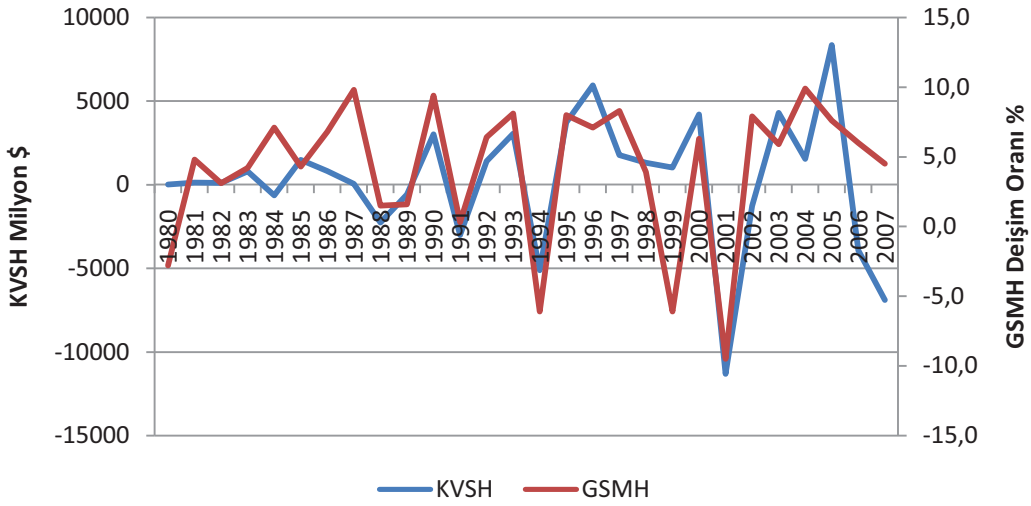
1980'li yıllarda Türkiye'nin dış dünya ile olan ilişkilerinin serbestleştirme çabaları ile uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde gözle görülür bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu dönemden itibaren ülkenin ekonomik performansı önemli ölçüde istikrarsız sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmiştir. Kısa vadeli sermaye

[143] Erol İyibozkurt, **Küreselleşme ve Türkiye**, Bursa: Ezgi Kitapevi,1999,s.242

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

hareketlerinin Grafik 8'tende açıkça görüldüğü gibi net bir faydası görülmemektedir. Piyasalarda fayda gibi görülen gelişmeler, sıcak paranın ülkeyi terk etmesiyle kaybolduğu görülmektedir.

Grafik 8. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri- GSMH İlişkisi (1980-2007)



Kaynak: TCMB

Tablo 9 ve Grafik 8'te Türkiye'nin dışa açıldığı ve sermaye hareketlerine serbestlik tanınmaya başlanıldığı 1980 yılı ile 2007 yılları arası KVSH –GSMH arasında ilişki gösterilmektedir.

Sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde aralarında anlamlı bir ilişki olduğu Grafik 8'te açıkça görülmektedir. Sermaye girişlerinde meydana gelen bir artış ile Türkiye'nin GSMH'sı da artmaktadır. Buna paralel olarak ülkeye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk ettiği dönemlere bakıldığında GSMH' da da bir düşüş yaşamaktadır. Burada KVSH ile Milli Gelir arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri Türkiye ekonomisinde kısa vadeli yapay bir büyüme sağlamıştır. Bu kalıcı olmayan büyüme, 1988, 1991, 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye'nin siyasi ve finansal yapısının zayıf olmasından dolayı makro ekonomik istikrarını bozarak piyasalarda ekonomik

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

bir krizin yaşanmasına sebep olmuştur. Bu süreçte spekülatif nitelikte bir büyüme dalgası hiçbir zaman kalıcı olmamış ve hemen hemen her genişleme dönemi kriz ile sonuçlanmıştır.

Tablo 9. 1980-2007 Yılları Arası KVSH İle GSMH İlişkisi

Yıllar	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**	**1984**	**1985**	**1986**
GSMH MİLYON $	69,749	72,775	65,937	62,193	60,759	68,199	76,464
GSMH % DEĞİŞİM	-2,8	4,8	3,1	4,2	7,1	4,3	6,8
Yıllar	**1987**	**1988**	**1989**	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**
GSMH MİLYON $	87,834	90,975	108,679	152,393	152,352	160,748	181,994
GSMH % DEĞİŞİM	9,8	1,5	1,6	9,4	0,3	6,4	8,1
Yıllar	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**
GSMH MİLYON $	131,137	171,979	184,724	194,36	205,978	187,664	201,463
GSMH % DEĞİŞİM	-6,1	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3
Yıllar	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
GSMH MİLYON $	144,607	182,929	238,409	301,636	362,769	399,600	497,032
GSMH % DEĞİŞİM	-9,5	7,9	5,9	9,9	7,6	6,0	4,5

Kaynak: TCMB

2002 yılından itibaren tek partili bir döneme girilmesi kısmen de olsa hem iç hem de dış piyasalarda bir istikrar unsuru olarak algılanmaktadır. Böylelikle Türkiye Tablo 9'dan da izleneceği gibi 2001 yılından ki % -9,5'lik bir düşüşün ardından istikrarlı bir şekilde ekonomik büyüme sağlamıştır. Bunu sebebi enflasyon oranlarının faiz oranları ile birlikte düşmesi bu istikrarın süreklilik arz etmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Fakat ekonomide sağlanan ilerlemelere ve özellikle ekonominin geleceğine ve potansiyeline yönelik beklentilerdeki iyileşmeye karşın, ekonominin hassas dengelerde

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olmasının yanı sıra halen önemli sorunları da bulunduğu görülmektedir. Grafik 8'den anlaşıldığı gibi sermaye girişi olduğu sürece milli gelirinde buna paralel olarak artacağı görülmektedir.

Sermaye hareketleri içinde yabancı kökenli sıcak para akımları bu günkü noktada, son beş yılda ilk kez "net çıkış"a yönelmiştir. Yabancıların hazine bonolarından ve YTL mevduatından çıkışları ile yerli bankaların kısa vadeli dış borçlarını azaltmaları etkili olmuştur.

Sonuç olarak Türkiye, sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başladığı yıllardan itibaren kısa vadeli sermaye hareketleri ile muhatap olmuş ve bu sermaye hareketlerinin kendi dolaşım mantığı gereği hareketlerine paralel olarak milli gelirinde aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Sıcak paranın gerçek etkileri ise, Türkiye piyasalarına girdiği dönemlerden daha fazla çıktığı dönemlerde görülmektedir. Türkiye'nin bu istikrarsız büyüme dönemi içerisinde önemli krizler yaşanmış ve bu krizlerin, yabancı kaynaklı fonların ülkeyi hızla terk etmesiyle başladığı anlaşılmıştır. KVSH' nin ülkeyi terk etmesi önce finans piyasaları, ardından da reel sektör üzerinde yarattığı sarsıntı sonucunda tüm ülkeyi etkisi altına almıştır. Grafik 7 ' ye bakıldığında spekülatif sermaye hareketleri ülke sınırlarına girerken piyasalarda spekülatif bir büyüme sağlarken bu sermaye hareketinin ülkeyi terk etmeye başladığı özellikle 1991, 1994, 1999 ve 2001 yıllarında sermaye çıkışının ardından piyasalarda döviz sıkıntısı yaşanmıştır. Döviz talebinin artması döviz kurunu artırmış ve bu durumu düzeltmeye çalışan Merkez Bankası, piyasaya müdahalelerde bulunmuş fakat resmi döviz rezervleri yetmemiştir. Buna paralel olarak bu dönemlerde yüklü bir devalüasyon ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu durum iç talebi durdurmuş ve ekonomi küçülmüştür. Bu dönemlerde birçok banka, şirket ve ekonomik bireyler piyasadan tasfiye olmuştur.

3.3.2. İSTATİSTİKÎ ANALİZLER

Türkiye 'de özellikle 1080'li yıllardan beri uluslararası piyasada sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artması ile genellikle de

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

gelişmekte olan ekonomilerde bu büyük miktardaki kontrolsüz sermaye girişleri ulusal piyasalarda istenmeyen makroekonomik etkilerini ortaya çıkarmıştır. Bu bölümde, önemli ölçüde serbestleşme hareketlerinin başladığı 1980 ile 2007 yılları arası Kısa vadeli sermaye hareketleri ile başlıca makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri istatistikî veriler yardımı ile analiz edilmektedir.

İstatistiksel analiz yöntemi olarak korelasyon katsayılarının hesaplanması tercih edilmiştir. Aslında birçok durumda, modelin değişkenlerinden hangisinin bağımsız değişken, hangisinin bağımlı değişken olduğu bilinmemektedir. İşte bu gibi durumlarda, ilişkinin derecesinin belirlenmesinde oransal bir ölçü olan, korelasyon katsayısından yararlanılmaktadır.[144]

Korelasyon katsayısı, değişkenlerin yönü ve etkileşimlerin nasıl olduğu hakkında bilgi vermektedir. Değişkenlerin birbirleri arasında etkileşim var mı, varsa etkileşimin kuvvetli mi olduğu ve gözlem gruplarından birinin gözlem değerleri artarken diğerinin azalıyor mu yoksa aynı yönde mi değerleri değişiyor gibi değerler gözlenebilir. İki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin derecesi " r " ile gösterilen korelasyon katsayısı ile ölçülür. Korelasyon katsayısı iki değişkenin değişimlerinin ne kadar uygun olduğunun bir ölçüsüdür. Fakat hiç bir şekilde neden -sonuç ilişkisi kurmamaktadır.

Korelasyon katsayısının işareti pozitifse, değişkenlerden birinin değeri artarken (azalırken) diğerinin de arttığını (azaldığını) göstermektedir. Korelasyon katsayısının işareti negatifse, değişkenlerden birinin değeri artarken (azalırken) diğerinin değerinin azaldığını (arttığını) gösterir. Yani ters yönlü bir ilişki söz konusudur.

Korelasyon katsayısı (r), -1 ile +1 arasında değişen değerler almaktadır. Katsayı, etkileşimin olmadığı durumda 0, tam ve kuvvetli bir etkileşim varsa 1, ters yönlü ve tam bir etkileşim varsa -1 değerini alır. Yani r = 0 olduğunda değişkenler arasında doğrusal bir ilişki olmadığı söylenir.

[144] Özer Serper, **Uygulamalı İstatistik II.** ,Bursa: Ezgi Kitapevi, Baskı:4, 2002, ss.212-244

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

r = +1 ise pozitif tam doğrusal ilişki, r = -1 ise negatif tam doğrusal ilişki var demektir.

$$-1 \leq r \leq 1$$

dir.

Belirli sayıda gözlem değerinden oluşan X ve Y diye adlandırabileceğimiz iki değişken grup varsa, (iki grup aralarında neden sonuç ilişkisi olan gruplar da olabilir) bu gruplar arasındaki korelasyona, aşağıda verilen formül dâhilinde, açıklamalarda belirtilmiş işlemler yapılarak bakılmaktadır.

$$r = \frac{\Sigma x_i y_i}{\sqrt{\Sigma x_i{}^2 \Sigma y_i{}^2}}$$

Burada X ve Y, n adet gözlemden oluşan iki değişken gözlem dizidir. x_i = (X-Ẋ) olarak, y_i = (Y- Ẏ) olarak ifade edilirler. Tüm gözlem değerleri ortalamadan çıkarılarak x_i ve y_i dizileri oluşturulur. Yani Ẋ ve Ẏ , serilerin ortalamalarını ifade etmektedir.

Ayrıca, değişkenlerin ele alınan dönemdeki başarı derecesini ölçmek için aritmetik ortalama, istikrarsızlığı ölçmek içinde değişim katsayısı kullanılacaktır. Değişim katsayısı, değişkenlerin ortalamasını da dikkate aldığından, istikrarsızlığın ölçümünde sağlıklı sonuçlar verebilmektedir.

Aritmetik ortalama, bir serinin toplamının birim sayısından çıkarılması ile elde edilir.

Standart Sapma istatistiksel analizde büyük önemi olan bir dağılma ölçüsüdür. Belli bir seri sayı için standart sapma değerini bilmek ve bu kavramı anlamak, bir ortalama etrafında bu serinin ne kadar yayılım gösterdiğini görmektir. Standart sapmanın büyük olması veri noktalarının ortalamadan daha uzak yayıldıklarını; küçük bir standart sapma ise ortalama etrafında daha çok yakın gruplaştıklarını gösterir. Sapma, bir serinin herhangi bir "X" değişkeni ile ortalaması arasındaki farktır. Bir serinin aritmetik

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ortalaması, birim değerlerin aritmetik ortalamadan farklarının karelerinin toplamının birim sayısına bölünmesi ile çıkan sonucun pozitif karekköküdür.

Standart Sapma; $\sigma = \sqrt{\frac{\sum(X_i - \dot{X})^2}{N}}$ olarak gösterilir.

X_i = Değişken

N = Birim Sayısı

Bir oransal değişkenlik ölçüsü olan değişim katsayısı, herhangi bir serinin standart sapmasının aritmetik ortalamasına bölünmesi ile elde edilir.

Değişim katsayısı; D.K. $= \frac{\sigma}{\dot{X}}$

3.3.2.1. KVSH' nin Döviz Kuru Üzerine Etkileri

Türkiye ekonomisinin serbestleşmeye ve dışa açılmaya başladığı 1980 ile 2007 yılları arası, Türkiye'deki döviz kuru ile sıcak para olarak tanıdığımız kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi korelasyon katsayısı yardımı ile açıklanacaktır. Bu yöntem için gerekli olan veriler Tablo 10' da yer almaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 10. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Döviz Kurunun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH (Milyon $) X_i	Döviz Kuru Değişim Oranı % Y_i	x_i $(X-\dot{X})$	y_i $(Y-\dot{Y})$	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1980	-2	153	-281	102	-28.671	79.237	10.374
1981	121	45	-158	-7	1.044	25.119	43
1982	98	46	-181	-6	1.014	32.939	31
1983	798	39	519	-12	-6.419	268.853	153
1984	-652	63	-931	11	-10.505	867.674	127
1985	1.479	42	1.200	-10	-11.408	1.438.824	90
1986	812	29	533	-22	-11.948	283.567	503
1987	50	28	-229	-24	5.451	52.666	564
1988	-2.281	66	-2.560	14	-37.016	6.556.109	209
1989	-584	49	-863	-2	1.994	745.615	5
1990	3.000	23	2.721	-29	-77.873	7.401.175	819
1991	-3.020	60	-3.299	8	-27.485	10.886.634	69
1992	1.396	65	1.117	14	15.178	1.246.595	185
1993	3.054	60	2.775	8	21.990	7.697.906	63
1994	-5.127	170	-5.406	119	-642.315	29.230.134	14.114
1995	3.713	54	3.434	2	7.486	11.788.991	5
1996	5.945	78	5.666	26	147.014	32.098.004	673
1997	1.761	87	1.482	35	52.114	2.194.872	1.237
1998	1.313	72	1.034	20	20.819	1.068.143	406
1999	1.024	62	745	10	7.432	554.295	100
2000	4.200	48	3.921	-3	-12.246	15.370.399	10
2001	-11.321	96	-11.600	45	-520.784	134.571.368	2.015
2002	-1.279	23	-1.558	-29	44.722	2.428.891	823
2003	4.283	-1	4.004	-52	-209.897	16.028.092	2.749
2004	1.537	-5	1.258	-56	-70.819	1.581.331	3.172
2005	8.346	-6	8.067	-57	-462.321	65.068.584	3.285
2006	-3.928	7	-4.207	-45	188.682	17.702.972	2.011
2007	-6.911	-9	-7.190	-61	435.997	51.703.146	3.677
TOPLAM	ΣX_i= 7.825,00	ΣY_i= 1.444,26	Σx_i= -0,72	Σy_i= 0,02	Σx_iy_i= -1.178.769,78	Σx_i^2= 418.972.132,98	Σy_i^2= 47.514,62

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Elde edilen bu veriler formülde yerine koyulduğunda korelasyon katsayısı,

$$r = \frac{-1.178.769,78}{\sqrt{(418.972.132,98).(47.514,62)}} \qquad r = -0,264193905$$

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olarak elde edilir.

Bu durumda, 1980-2007 döneminde KVSH ile Döviz Kuru arasındaki ilişki ters yönlü olup % 27 oranındadır. Yani kısa vadeli sermaye hareketleri arttığında döviz kurunun düşmesi iktisat teorileri ile uyuşmaktadır.

Grafik 4'te, iki değişken arasındaki ilişkinin derecesinin 1990 yılından sonra arttığı görülmektedir. Bunun doğruluğunu, istatistiki olarak ta gösterebilmek için 1990-2007 dönemine ait korelasyon katsayısına bakmak gerekmektedir. Bu değerlere ulaşabilmek için, gerekli olan ek veriler Tablo 11'de verilmektedir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 11. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Döviz Kurunun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH (Milyon $) X_i	Döviz Kuru Değişim Oranı % Y_i	x_i $(X-\dot{X})$	y_i $(Y-\dot{Y})$	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1990	3.000	22,96	2.555	-26	-66.756	6.529.711	682
1991	-3.020	59,91	-3.465	11	-37.523	12.003.938	117
1992	1.396	65,17	951	16	15.311	905.029	259
1993	3.054	59,51	2.609	10	27.204	6.808.603	109
1994	-5.127	170,38	-5.572	121	-675.868	31.043.507	14.715
1995	3.713	53,76	3.268	5	15.297	10.681.981	22
1996	5.945	77,53	5.500	28	156.479	30.253.630	809
1997	1.761	86,76	1.316	38	49.595	1.732.725	1.420
1998	1.313	71,72	868	23	19.663	753.997	513
1999	1.024	61,56	579	12	7.231	335.623	156
2000	4.200	48,46	3.755	-1	-2.342	14.102.503	0
2001	-11.321	96,47	-11.766	47	-557.614	138.430.991	2.246
2002	-1.279	22,88	-1.724	-26	45.153	2.971.038	686
2003	4.283	-0,85	3.838	-50	-191.641	14.732.777	2.493
2004	1.537	-4,74	1.092	-54	-58.786	1.193.185	2.896
2005	8.346	-5,73	7.901	-55	-433.100	62.431.016	3.005
2006	-3.928	6,74	-4.373	-42	185.158	19.120.243	1.793
2007	-6.911	-9,06	-7.356	-58	427.624	54.105.881	3.380
TOPLAM	Σx_i= 7.986,00	Σy_i= 883,44	Σx_i= -18,06	Σy_i= 0,00	Σx_iy_i= -1.074.917,11	Σx_i^2= 408.136.378,12	Σy_i^2= 35.300,68

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Elde edilen bu veriler formülde yerine koyulduğunda korelasyon katsayısı,

$$r = \frac{-1.074.917,11}{\sqrt{(408.136.378,12).(35.300.68)}} \qquad r = -0,283191874$$

olarak elde edilir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

1980-2007 döneminde KVSH ile Döviz Kuru arasındaki korelasyon katsayısı -0,27 iken, 1990-2007 döneminde ise aynı korelasyon katsayısı mutlak değer olarak artmakta ve -0,29' a çıkmaktadır. Bu durum ise iki değişken arasındaki mevcut negatif ilişkinin az da olsa arttığını göstermektedir.

Tablo 12. Türkiye'de KVSH ve Döviz Kurunun Ortalama, Standart Sapma ve Değişim Katsayısı 1980-2007

	ORTALAMA	STANDART SAPMA	DEĞİŞİM KATSAYISI
	1	2	3 = 2/1
1980-2007 KVSH	279,46	3.868,24	13,84
1980-2007 DÖVİZ KURU	51,57	41,14	0,80

Türkiye'de 1980-2007 yılları arası Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortalama % 279,46 iken, ortalama döviz kuru değişim oranı % 51,57'dir. Bu örnek dönemde KVSH'nin standart sapması ortalamasından bir hayli yüksek çıkmıştır. İstikrarsızlık ölçütü olarak değişkenlerin değişim katsayılarına bakacak olursak; 13,84 ile sıcak para olarakta tanımladığımız kısa vadeli sermaye hareketlerinin daha istikrarsız, 0,80 ile döviz kuru oranları daha istikrarlı olduğu görülmektedir.

Türkiye'de 1980-2007 yılları arası KVSH ile döviz kuru arasındaki ilişki incelendiğinde negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştik. Örnek dönemde oldukça istikrarsız bir seyir izleyen KVSH, dolanım mantığı gereği yöneldiği ülkelerin ulusal paralarının değerlerinin aşırı bir şekilde dalgalanmasına ve bu sebeple döviz piyasasında bir istikrarsızlığa yol açabilmektedirler.

3.3.2.2. KVSH' nin Enflasyon Üzerine Etkileri

Türkiye'de uluslararası sermeye girişleri 1980' li yılların başlarında hızlanmaya başlaması ile Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere, kısa vadeli sermaye girişleri hızlanmış bu sermaye türünün makroekonomik etkileri

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

piyasalarda açıkça görülmeye başlamıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile Türkiye'deki enflasyon arasındaki ilişki iktisadi açıdan açıklanmıştır. Bu bölümde 1980 ile 2007 yılları arası KVSH ile enflasyon arasında istatistiksel veriler ışığında bir ilişkinin olup olmadığı açıklanmaya çalışılmaktadır.

Tablo 13. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Enflasyonun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	Tüfe Değişim Oranı(%) Y_i	x_i $(X-\dot{X})$	y_i $(Y-\dot{Y})$	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1980	-2	18,8	-281,46	18,4	-5.186,16	79.220	339,5142
1981	121	-71,1	-158,46	-71,5	11.336,81	25.110	5.118,4981
1982	98	-2,8	-181,46	-3,3	592,56	32.928	10,6637
1983	798	41,0	518,54	40,5	21.022,23	268.884	1.643,5879
1984	-652	34,1	-931,46	33,6	-31.342,00	867.618	1.132,2045
1985	1479	-11,1	1199,54	-11,5	-13.759,83	1.438.896	131,5820
1986	812	-30,6	532,54	-31,0	-16.518,86	283.599	962,1785
1987	50	79,5	-229,46	79,1	-18.143,77	52.652	6.252,3150
1988	-2281	40,1	-2560,46	39,7	-101.607,05	6.555.955	1.574,7503
1989	-584	-16,7	-863,46	-17,1	14.747,84	745.563	291,7242
1990	3000	-6,0	2720,54	-6,4	-17.504,65	7.401.338	41,3996
1991	-3020	17,8	-3299,46	17,3	-57.184,76	10.886.436	300,3826
1992	1396	-7,3	1116,54	-7,7	-8.584,77	1.246.662	59,1165
1993	3054	7,7	2774,54	7,3	20.324,85	7.698.072	53,6627
1994	-5127	76,6	-5406,46	76,1	-411.630,38	29.229.810	5.796,8070
1995	3713	-39,4	3433,54	-39,8	-136.722,46	11.789.197	1.585,6068
1996	5945	4,9	5665,54	4,5	25.266,90	32.098.343	19,8894
1997	1761	24,2	1481,54	23,8	35.296,31	2.194.961	567,5863
1998	1313	-29,6	1033,54	-30,1	-31.065,02	1.068.205	903,4180
1999	1024	-1,3	744,54	-1,8	-1.309,89	554.340	3,0953
2000	4200	-43,3	3920,54	-43,7	-171.243,52	15.370.634	1.907,8161
2001	-11321	75,6	-11600,46	75,2	-871.785,29	134.570.672	5.647,6614
2002	-1279	-56,6	-1558,46	-57,0	88.849,66	2.428.798	3.250,2758
2003	4283	-38,3	4003,54	-38,7	-155.010,20	16.028.333	1.499,1056
2004	1537	-49,2	1257,54	-49,6	-62.433,87	1.581.407	2.464,8863
2005	8346	-17,2	8066,54	-17,6	-141.835,74	65.069.068	309,1696
2006	-3928	25,0	-4207,46	24,6	-103.419,37	17.702.720	604,1764
2007	-6911	-13,1	-7190,46	-13,5	96.905,79	51.702.715	181,6294
TOPLAM	Σx_i= 7.825,00	Σy_i= 11,68	Σx_i= 0,12	Σy_i= -0,08	Σx_iy_i= -2.041.944,60	Σx_i^2= 418.972.132,96	Σy_i^2= 42.652,70

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Elde edilen bu veriler formülde yerine koyulduğunda korelasyon katsayısı,

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

$$r = \frac{-2.041.944,60}{\sqrt{(418.972.132,96).(42.652,70)}} \qquad r = -0,48303447$$

olarak elde edilir.

Bu durumda, 1980-2007 döneminde KVSH ile Enflasyon arasındaki ilişki ters yönlü olup % 49 oranında hesaplanmıştır. Yani kısa vadeli sermaye girişleri arttığında enflasyon oranının düşmesi iktisat teorileri ile uyuşmaktadır. Türkiye piyasalarına giren KVS, piyasalarda yapay bir likidite bolluğu yaşatmaktadır. Bu likidite fazlası döviz, döviz kurunu düşürerek ithal malların fiyatlarını düşürmektedir. Bunun sonucu olarak düşen ithal mal fiyatları, ithal hammadde veya aramalı kullanılan ürünlerin ve ithal tüketim mallarının fiyatlarını düşürmektedir. Üretmek ve ihraç etmek için yetersiz hammaddeye sahip Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından yüksek düzeyde önem arz eden hammadde fiyatlarında hareketlilik, piyasaları önemli ölçüde etkilediği görülmektedir.

Grafik 5, İncelendiğinde KVSH ile enflasyon arasındaki negatif ilişkinin derecesinin 1990 sonrasında belirgin bir hale geldiği görülmektedir. İstatistiki veriler ile de bu durumu desteklemek için, 1990 – 2007 dönemine ait korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Bu yapılan hesaplama kullanılan veriler Tablo 14'te da yer almaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 14. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Enflasyonun Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	Tüfe Değişim Oranı (%) Y_i	x_i $(X-\dot{X})$	y_i $(Y-\dot{Y})$	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1990	3000	-6,0	2556,33	-9,9	-25.241,85	6.534.823	97,5009
1991	-3020	17,8	-3463,67	13,9	-48.115,74	11.997.010	192,9752
1992	1396	-7,3	952,33	-11,1	-10.598,22	906.932	123,8485
1993	3054	7,7	2610,33	3,9	10.142,40	6.813.823	15,0970
1994	-5127	76,6	-5570,67	72,7	-404.969,69	31.032.364	5.284,8197
1995	3713	-39,4	3269,33	-43,3	-141.430,17	10.688.519	1.871,3998
1996	5945	4,9	5501,33	1,0	5.609,99	30.264.632	1,0399
1997	1761	24,2	1317,33	20,4	26.852,55	1.735.358	415,5103
1998	1313	-29,6	869,33	-33,5	-29.119,87	755.735	1.122,0432
1999	1024	-1,3	580,33	-5,2	-3.017,33	336.783	27,0331
2000	4200	-43,3	3756,33	-47,1	-176.992,84	14.110.015	2.220,1581
2001	-11321	75,6	-11764,67	71,7	-843.655,35	138.407.460	5.142,4566
2002	-1279	-56,6	-1722,67	-60,5	104.137,45	2.967.592	3.654,3464
2003	4283	-38,3	3839,33	-42,2	-161.859,57	14.740.455	1.777,3210
2004	1537	-49,2	1093,33	-53,1	-58.042,29	1.195.370	2.818,2955
2005	8346	-17,2	7902,33	-21,0	-166.132,42	62.446.819	441,9757
2006	-3928	25,0	-4371,67	21,1	-92.417,10	19.111.499	446,8996
2007	-6911	-13,1	-7354,67	-16,9	124.418,91	54.091.171	286,1847
TOPLAM	Σx_i= 7.986,00	Σy_i= -69,51	Σx_i= -0,06	Σy_i= -138,99	Σx_iy_i= -1.890.431,14	Σx_i^2= 408.136.360,00	Σy_i^2= 25.938,91

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Tablo 14' teki veriler ile elde edilen korelasyon katsayısı şu şekilde hesaplanmıştır:

$$r = \frac{-1.890.431,14}{\sqrt{(408.136.360,00).(25.938,91)}} \qquad r = -0,58100833$$

1980-2007 yılları arası KVSH ile enflasyon oranı arasındaki korelasyon katsayısı – 0,48 iken 1990 -2007 döneminde ise aynı korelasyon katsayısı mutlak değer olarak artmış ve – 0,58 'a ulaşmıştır. Bu durum da değişkenler arasındaki negatif ilişkinin derecesi önemli ölçüde kuvvetlendiği görülmektedir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 15. Türkiye'de KVSH ve TÜFE' nin Ortalama, Standart Sapma Ve Değişim Katsayısı 1980-2007

	ORTALAMA	STANDART SAPMA	DEĞİŞİM KATSAYISI
	1	2	3=2/1
1980-2007 KVSH	279,46	3.868,24	13,84
1980-2007 TÜFE	0,42	39,03	92,93

Türkiye'de 1980-2007 yılları arası Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortalama % 279,46 iken, ortalama Tüfe değişim oranı % 0,42'dir. İstikrarsızlık ölçütü olarak değişim katsayısına bakıldığında Tüfe'nin aldığı değerin KVSH'nin aldığı değerden yüksek çıkması, Tüfe'nin diğer değişkene göre daha istikrarsız olduğunu anlamaktayız.

Örnek dönemde yapılan incelemede enflasyon oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin negatif olduğunu saptamıştık. Türkiye piyasasına giren KVS, ülkede yaratmış olduğu sıcak para etkisi ile enflasyon oranlarının artmasına sebep olmuştur.

Döviz fiyatlarında meydana gelen değişimlerden ötürü, İthal malların ve hammaddelerin fiyatlarında meydana gelebilen azalışlar (artışlar), enflasyon oranlarını azaltmaktadır (artırmaktadır). Bunun yanı sıra ekonomik bireyler tasarruflarının bir bölümünü dolara bağlıyor, dolarla borçlanıyor ve alışveriş yapıyorsa döviz kurlarındaki hareketlilik enflasyon oranlarını da önemli ölçüde etkilemektedir. Bunla birlikte yükselen enflasyon oranları ülkeye arbitraj kazancı elde etmek için gelen spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerinin getirilerinde azaltıcı bir etkisi olmaktadır. Yüksek reel faiz oranlarından faydalanmak isteyen yabancı sermaye enflasyon oranlarının yükselmesi ile reel faiz oranlarının düşmesi, bekledikleri getiriyi sağlayamamaları halinde ülkeyi terk edebilecektir.

Sonuç olarak ortaya çıkan bu durum ele alınan iki değişken arasında hangi değişken diğerini ne kadar etkilediğidir. Hangisi bağımlı değişken hangisi bağımsız iktisadi literatürde de kesin olarak ayrılmış değildir. Ancak şu bilinmelidir ki, bu tür sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olan enflasyon olgusunu, yine bu sermaye türünün ülke sınırlarına gelmesi ile kendisi enflasyon oranlarının yükselmesine neden olmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

3.3.2.3. KVSH' nin Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri

Uluslararası piyasalarda ve Türkiye'de yaşanan ödemeler bilançosu kaynaklı krizler incelendiğinde meydana gelen krizlerin temel nedeni cari işlemler açıklarının artması ve bu açığın finanse edilememesi hususunda ortaya çıktığı görülmektedir. Bundan ötürü cari işlemler hesabı ekonomi politikaları hakkında karar alma sürecinde göz önünde bulundurulması gereken en önemli değişkenlerden birisidir. Bu nedenle çalışmanın KVSH ile ödemeler dengesi arasındaki ilişkinin varlığının istatistiksel olarak ortaya koyulmasında ödemeler bilançosunun önemli kalemlerinden olan cari işlemler dengesi incelenmektedir.

Türkiye'de 1980 ve 2007 yılları arası KVSH ile ödemeler dengesi arasındaki ilişkinin varlığı iktisadi teorilere göre önceki bölümlerde açıklanmaya çalışılmıştır. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin varlığını ve derecesini ölçmek için istatistikî veriler yardımı ile de ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu bölümde iki değişken arasındaki ilişki, korelasyon katsayısı kullanarak incelenmektedir. Bu hesaplamanın yapılabilmesi için gereken veriler Tablo 16'da yer almaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 16. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Cari işlemler Dengesinin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	CARİ İŞL, DENGESİ (%) Y_i	x_i $(X-\dot{X})$	y_i $(Y-\dot{Y})$	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1980	-2	141,2	-281	153,0	-43.070	79.237	23.411,74
1981	121	-43,2	-158	-31,4	4.972	25.119	984,23
1982	98	-50,8	-181	-39,0	7.079	32.939	1.521,50
1983	798	102,0	519	113,8	59.015	268.853	12.954,04
1984	-652	-25,2	-931	-13,3	12.434	867.674	178,20
1985	1.479	-29,6	1.200	-17,8	-21.332	1.438.824	316,27
1986	812	44,6	533	56,4	30.055	283.567	3.185,47
1987	50	-45,0	-229	-33,2	7.611	52.666	1.099,78
1988	-2.281	-298,0	-2.560	-286,2	732.799	6.556.109	81.907,51
1989	-584	-39,8	-863	-28,0	24.149	745.615	782,15
1990	3.000	-373,2	2.721	-361,3	-983.010	7.401.175	130.561,51
1991	-3.020	-109,5	-3.299	-97,7	322.373	10.886.634	9.546,03
1992	1.396	-489,6	1.117	-477,8	-533.446	1.246.595	228.273,73
1993	3.054	560,5	2.775	572,3	1.587.831	7.697.906	327.518,45
1994	-5.127	-140,9	-5.406	-129,1	697.862	29.230.134	16.661,26
1995	3.713	-188,9	3.434	-177,1	-608.011	11.788.991	31.357,88
1996	5.945	4,2	5.666	16,0	90.704	32.098.004	256,31
1997	1.761	8,2	1.482	20,1	29.731	2.194.872	402,72
1998	1.313	-175,2	1.034	-163,4	-168.903	1.068.143	26.708,19
1999	1.024	-167,3	745	-155,5	-115.760	554.295	24.175,52
2000	4.200	635,3	3.921	647,1	2.536.862	15.370.399	418.705,40
2001	-11.321	-134,5	-11.600	-122,7	1.423.628	134.571.368	15.060,54
2002	-1.279	-144,8	-1.558	-132,9	207.199	2.428.891	17.675,34
2003	4.283	429,0	4.004	440,9	1.764.956	16.028.092	194.350,71
2004	1.537	94,1	1.258	105,9	133.213	1.581.331	11.222,01
2005	8.346	44,9	8.067	56,7	457.587	65.068.584	3.217,92
2006	-3.928	42,4	-4.207	54,2	-228.203	17.702.972	2.941,68
2007	-6.911	18,1	-7.190	30,0	-215.413	51.703.146	897,48
TOPLAM	Σx_i= 7.825,00	Σy_i= -330,94	Σx_i= -0,72	Σy_i= 0,02	Σx_iy_i= 7.212.910,87	Σx_i^2= 418.972.132,98	Σy_i^2= 1.585.873,58

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Değişkenlere ait elde edilen değerler, korelasyon katsayısı formülünde yerine koyulduğunda:

$$r = \frac{7.212.910,87}{\sqrt{(418.972.132,98).(1.585.873,58)}} \qquad r = \quad 0,279823197$$

olarak korelasyon katsayısı ortaya çıkmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Bu sonuca göre 1980-2007 döneminde cari işlemler dengesi ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki doğrusal bir ilişki olup, bu ilişkinin derecesi % 28 oranındadır. Bu iki değişken arasındaki istatistiksel olarak elde edilen sonuçlar iktisadi teoriye de uymaktadır. Bu durumda Türkiye'ye 1980-2007 döneminde KVSH' inde meydana gelen bir atış, cari işlemler açığının artmasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte KVSH' inde meydana gelen bir azalış ise cari işlemler açığının kapanmasına neden olmaktadır.

Grafik 6'ya bakıldığında KVSH' inde meydana gelen dalgalanmalar 1990'lı yıllarda artmakta ve cari işlemler dengesinin de bu keskin dalgalanmaları yakından izlediği görülmektedir. Bu gözlemin doğruluğunu istatistiki olarakta ortaya koyabilmek için 1990-2007 yıllarına ait korelasyon katsayısının belirlenmesi gerekmektedir. Bunun gerekli olan veriler Tablo 17'de verilmektedir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 17. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Cari İşlemler Dengesinin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	CARİ İŞL. DENGESİ (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1990	3.000	-373,2	2.555	-368	-941.161	6.529.711	135.654
1991	-3.020	-109,5	-3.465	-105	362.695	12.003.938	10.959
1992	1.396	-489,6	951	-485	-461.167	905.029	234.992
1993	3.054	560,5	2.609	565	1.475.086	6.808.603	319.578
1994	-5.127	-140,9	-5.572	-136	758.073	31.043.507	18.512
1995	3.713	-188,9	3.268	-184	-601.574	10.681.981	33.879
1996	5.945	4,2	5.500	9	49.667	30.253.630	82
1997	1.761	8,2	1.316	13	17.228	1.732.725	171
1998	1.313	-175,2	868	-170	-147.969	753.997	29.038
1999	1.024	-167,3	579	-162	-94.121	335.623	26.395
2000	4.200	635,3	3.755	640	2.403.766	14.102.503	409.721
2001	-11.321	-134,5	-11.766	-130	1.526.024	138.430.991	16.822
2002	-1.279	-144,8	-1.724	-140	241.191	2.971.038	19.580
2003	4.283	429,0	3.838	434	1.665.345	14.732.777	188.245
2004	1.537	94,1	1.092	99	108.090	1.193.185	9.792
2005	8.346	44,9	7.901	50	393.065	62.431.016	2.475
2006	-3.928	42,4	-4.373	47	-206.640	19.120.243	2.233
2007	-6.911	18,1	-7.356	23	-169.019	54.105.881	528
TOPLAM	Σx_i= 7.986,00	Σy_i= -87,17	Σx_i= -18,06	Σy_i= -0,05	Σx_iy_i= 6.378.579,31	Σx_i^2= 408.136.378,12	Σy_i^2= 1.458.656,35

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Tablo 17'deki veriler korelasyon katsayısı formülünde yerine koyulduğunda:

$$r = \frac{6.378.579,31}{\sqrt{(408.136.378,12).(1.458.656,35)}} \qquad r = \quad 0,261423613$$

olarak hesaplanmaktadır.

1980-2007 yılları arası kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi verilerleri kullanılarak hesaplanan korelasyon katsayısı 0,28 iken 1990-2007 yılları arası ise iki değişken arasındaki mevcut pozitif ilişkinin

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

devam ettiği; fakat korelasyon katsayısı 0,26 ‘ ya düşerek iki değişken arasındaki pozitif ilişkinin zayıfladığı tespit edilmiştir.

Tablo 18. Türkiye'de KVSH ve Cari İşlemler Açığının Ortalama, Standart Sapma Ve Değişim Katsayısı 1980-2007

	ORTALAMA	STANDART SAPMA	DEĞİŞİM KATSAYISI
	1	2	3=2/1
1980-2007 KVSH	279,46	3.868,24	13,84
1980-2007 CARİ AÇIK	-11,82	237,99	-20,13

İncelenen 1980-2007 yılları arası ortalama KVSH oranı %279,46 iken, bu oran cari işlemler dengesinde % -11,82’dir. Bu iki değişken istikrarsız bir davranış izleyip izlemediklerini bakmak için değişim katsayılarını incelemek gerekmektedir. Değişim katsayılarına bakıldığında cari işlemler dengesinin -20,13 ile kısa vadeli sermaye hareketlerine oranla daha istikrarsız olduğu gözlemlenmektedir.

3.3.2.4. KVSH’ nin Yatırım ve Tüketim Üzerine Etkileri

Uluslararası piyasalardaki küreselleşme ile paralel olarak artan finansal serbestleşme hareketleri sonucu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına sermaye hareketleri rahatlıkla girebilmektedir. Bu sermaye hareketleri içerisinde sıcak para olarakta tanımladığımız kısa vadeli sermaye yöneldiği ülkelerde kısa süreli ve spekülatif amaçlı gelse de ekonomilerde bir likidite bolluğu meydana getirmektedir. Bu nedenle ülkelerin yatırımları ve tüketim oranları artmakla birlikte istikrarsız bir yapıya bürünmektedirler. Bunun sonucunda Türkiye ekonomisinin 1980-2007 dönemi incelenerek KVSH ile ülkemiz yapılan yatırım ve tüketim oranları istatistiksel olarak karşılaştırılmış ve bu değişkenler arasında ilişkinin varlığını korelasyon katsayısı ile ortaya koyulmaya çalışılmaktadır. Bu kısa vadeli sermaye hareketleri ile yatırım ve tüketim oranları arasındaki ilişkiyi

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

belirlerken yararlanılan korelasyon katsayı için gereken veriler Tablo 19.'da yer almaktadır.

Tablo 19. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Yatırım Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	YATIRIM /GSMH (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1980	-2	0,218	-281	-0,013	3,67	79.220	0,0002
1981	121	0,198	-158	-0,033	5,23	25.110	0,0011
1982	98	0,192	-181	-0,039	7,14	32.928	0,0015
1983	798	0,201	519	-0,030	-15,61	268.884	0,0009
1984	-652	0,193	-931	-0,038	35,16	867.618	0,0014
1985	1.479	0,201	1.200	-0,030	-35,64	1.438.896	0,0009
1986	812	0,228	533	-0,003	-1,59	283.599	0,0000
1987	50	0,257	-229	0,026	-5,86	52.652	0,0007
1988	-2.281	0,262	-2.560	0,031	-78,25	6.555.955	0,0009
1989	-584	0,224	-863	-0,007	6,33	745.563	0,0001
1990	3000	0,252	2.721	0,021	57,86	7.401.338	0,0005
1991	-3020	0,235	-3.299	0,004	-11,62	10.886.436	0,0000
1992	1396	0,236	1.117	0,005	5,10	1.246.662	0,0000
1993	3054	0,276	2.775	0,045	124,68	7.698.072	0,0020
1994	-5127	0,216	-5.406	-0,015	81,22	29.229.810	0,0002
1995	3713	0,253	3.434	0,022	76,08	11.789.197	0,0005
1996	5945	0,247	5.666	0,016	89,98	32.098.343	0,0003
1997	1761	0,251	1.482	0,020	29,95	2.194.961	0,0004
1998	1313	0,237	1.034	0,006	6,50	1.068.205	0,0000
1999	1024	0,237	745	0,006	4,56	554.340	0,0000
2000	4200	0,248	3.921	0,017	67,53	15.370.634	0,0003
2001	-11321	0,161	-11.600	-0,070	809,57	134.570.672	0,0049
2002	-1279	0,216	-1.558	-0,015	22,67	2.428.798	0,0002
2003	4283	0,235	4.004	0,004	14,48	16.028.333	0,0000
2004	1537	0,265	1.258	0,034	42,82	1.581.407	0,0012
2005	8346	0,249	8.067	0,018	146,86	65.069.068	0,0003
2006	-3928	0,238	-4.207	0,007	-29,29	17.702.720	0,0000
2007	-6911	0,244	-7.190	0,013	-94,22	51.702.715	0,0002
TOPLAM	Σx_i= 7.825,00	Σy_i= 6,470	Σx_i= 0,12	Σy_i= 0,002	Σx_iy_i= 1.365,30	Σx_i^2= 418.972.132,96	Σy_i^2= 0,0187

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 19'deki verilen değerlerden faydalanılarak hesaplanan korelasyon katsayısı,

$$r = \frac{1.365{,}30}{\sqrt{(418.972.132{,}96).(0{,}0187)}} \qquad r = \quad 0{,}487395$$

olarak elde edilmiştir.

Bu durumda kısa vadeli sermaye hareketleri ile ülkemizde yapılan yatırım miktarı arasında pozitif bir ilişki olmakla beraber ilişkinin derecesi % 0,49 olarak belirlenmiştir. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin pozitif çıkmasının iktisadi teori ile de uyuşmaktadır. Fakat burada ortaya çıkan sonucun iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü korelasyon katsayısı kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek bir artışın yatırımlar üzerinde olumlu bir etki yaratacağını belirtmektedir. Fakat vadesi kısa olan bir sermayenin ülkeyi terk etmesi, yatırımları olumsuz etkilemektedir.

Grafik 7'de iki değişken arasındaki ilişkinin derecesinin 1990 sonrasında arttığı gözlenmektedir. Bunun doğruluğunu, istatistiksel olarakta gösterebilmek için 1990-2007 dönemine ait korelasyon katsayısına bakılması gerekmektedir. Bunun için gerekli olan veriler Tablo 20'de verilmektedir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 20. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Yatırım Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	YATIRIM /GSMH (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1990	3000	0,252	2.556	0,013	33,92	6.534.823	0,0002
1991	-3020	0,235	-3.464	-0,004	15,51	11.997.010	0,0000
1992	1396	0,236	952	-0,003	-3,27	906.932	0,0000
1993	3054	0,276	2.610	0,037	96,42	6.813.823	0,0014
1994	-5127	0,216	-5.571	-0,023	128,26	31.032.364	0,0005
1995	3713	0,253	3.269	0,014	46,29	10.688.519	0,0002
1996	5945	0,247	5.501	0,008	43,36	30.264.632	0,0001
1997	1761	0,251	1.317	0,012	16,09	1.735.358	0,0001
1998	1313	0,237	869	-0,002	-1,49	755.735	0,0000
1999	1024	0,237	580	-0,002	-1,09	336.783	0,0000
2000	4200	0,248	3.756	0,009	34,65	14.110.015	0,0001
2001	-11321	0,161	-11.765	-0,078	915,15	138.407.460	0,0061
2002	-1279	0,216	-1.723	-0,023	38,84	2.967.592	0,0005
2003	4283	0,235	3.839	-0,004	-16,83	14.740.455	0,0000
2004	1537	0,265	1.093	0,026	28,48	1.195.370	0,0007
2005	8346	0,249	7.902	0,010	80,65	62.446.819	0,0001
2006	-3928	0,238	-4.372	-0,001	4,54	19.111.499	0,0000
2007	-6911	0,244	-7.355	0,005	-37,54	54.091.171	0,0000
TOPLAM	Σx_i= 7.986,00	Σy_i= 4,297	Σx_i= -0,06	Σy_i= -0,005	Σx_iy_i= 1.421,94	Σx_i^2= 408.136.360,00	Σy_i^2= 0,0100

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Değerler formülde yerine koyulduğunda:

$$r = \frac{1.421,94}{\sqrt{(408.136.360).(0,0100)}} \qquad r = \quad 0,704064$$

olarak hesaplanmıştır.

1980-2007 döneminde kısa vadeli sermaye hareketleri ile yatırımlar arasındaki korelasyon katsayısı 0,49 iken bu oran 1990-2007 döneminde artarak 0,70' e çıkmaktadır. Bu durum Türkiye'de 1990 yılında tamamlanan

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte ele alınan bu iki değişken arasındaki pozitif ilişkinin bu dönem içerisinde arttığı görülmektedir.

Tablo 21. Türkiye'de KVSH ve Yatırımın Ortalama, Standart Sapma ve Değişim Katsayısı 1980-2007

	ORTALAMA	STANDART SAPMA	DEĞİŞİM KATSAYISI
	1	2	3=2/1
1980-2007 KVSH	279,46	3.868,24	13,84
1980-2007 YATIRIM	0,23	0,11	0,47

İncelenen 1980-2007 yılları arası ortalama KVSH oranı %279,46 iken, bu yatırım oranlarında % 0,231'dir. Bu iki değişken istikrarsız bir davranış izleyip izlemediklerini bakmak için değişim katsayılarını incelemek gerekmektedir. Değişim katsayılarına bakıldığında yatırımların 0,47 ile kısa vadeli sermaye hareketlerine oranla daha istikrarlı olduğu gözlemlenmektedir.

İnceleme yapılan yıllarda yatırım oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştik. Bu durumda sıcak paranın ülke sınırları içine girmesi ile artan likiditenin yatırımları artırdığını ancak bu yatırım türlerinin üretimi artıran ekonomik büyümeye istikrar kazandıran reel sektörlere olmayıp spekülatif amaçlı finansal sektörlere yapılmaktadır. Böylelikle kısa vadeli olan bu sermaye türü yatırımlar için kısa vadeli bir finansman kaynağı olmakta ve ülkeyi terk ettiğinde yatırımları olumsuz etkilemektedir.

Korelasyon katsayısı yardımıyla, Türkiye'de 1980-2007dönemindeki tüketim ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin açıklanabilmesi için gerekli olan ek veriler Tablo 22'de sunulmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 22. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve Tüketim Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	TÜKETİM DEĞİŞİM (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1980	-2	-1,2	-281	-1,290	362,95	79.220	1,6628
1981	121	-2,5	-158	-2,539	402,35	25.110	6,4472
1982	98	-1,3	-181	-1,336	242,40	32.928	1,7844
1983	798	-1,3	519	-1,352	-701,09	268.884	1,8280
1984	-652	7,3	-931	7,245	-6.747,99	867.618	52,4833
1985	1.479	-0,8	1.200	-0,829	-994,65	1.438.896	0,6876
1986	812	-0,7	533	-0,745	-396,80	283.599	0,5552
1987	50	-6,5	-229	-6,616	1.518,12	52.652	43,7723
1988	-2.281	-4,4	-2.560	-4,456	11.408,32	6.555.955	19,8521
1989	-584	7,0	-863	6,919	-5.974,27	745.563	47,8725
1990	3000	0,1	2.721	0,066	178,42	7.401.338	0,0043
1991	-3020	0,9	-3.299	0,796	-2.626,89	10.886.436	0,6339
1992	1396	-0,3	1.117	-0,334	-373,16	1.246.662	0,1117
1993	3054	-1,5	2.775	-1,578	-4.378,33	7.698.072	2,4902
1994	-5127	-0,4	-5.406	-0,497	2.687,84	29.229.810	0,2472
1995	3713	1,3	3.434	1,212	4.162,04	11.789.197	1,4694
1996	5945	2,8	5.666	2,779	15.745,68	32.098.343	7,7240
1997	1761	-1,8	1.482	-1,886	-2.793,98	2.194.961	3,5565
1998	1313	-1,7	1.034	-1,785	-1.844,52	1.068.205	3,1850
1999	1024	1,9	745	1,821	1.356,16	554.340	3,3178
2000	4200	3,8	3.921	3,742	14.670,38	15.370.634	14,0020
2001	-11321	0,9	-11.600	0,841	-9.751,94	134.570.672	0,7067
2002	-1279	-2,1	-1.558	-2,217	3.455,76	2.428.798	4,9170
2003	4283	-0,1	4.004	-0,129	-514,86	16.028.333	0,0165
2004	1537	-1,3	1.258	-1,360	-1.709,92	1.581.407	1,8489
2005	8346	2,7	8.067	2,617	21.113,38	65.069.068	6,8508
2006	-3928	2,6	-4.207	2,547	-10.717,57	17.702.720	6,4886
2007	-6911	-1,5	-7.190	-1,592	11.448,60	51.702.715	2,5351
TOPLAM	Σx_i= 7.825,00	Σy_i= 6,470	Σx_i= 0,12	Σy_i= 0,002	Σx_iy_i= 39.226,45	Σx_i^2= 418.972.132,96	Σy_i^2= 237,05

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Elde edilen bu veriler formülde yerine konulduğunda korelasyon katsayısı,

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

$$r = \frac{39.226,45}{\sqrt{(418.972.132.96).(237.05)}} \quad r = \quad 0,12447$$

1987-2007 yılları arası KVSH ile Türkiye'nin tüketim oranları arasındaki ilişkiyi iktisadi olarak incelemek için hesaplanan korelasyon katsayısı 0,12 olarak hesaplanmıştır. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin pozitif çıkması iktisadi teori ile de uyuşmaktadır. Fakat burada ortaya çıkan sonucun iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü korelasyon katsayısı kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek bir artışın tüketim üzerinde olumlu bir etki yaratacağını belirtmektedir. Fakat vadesi kısa olan bir sermayenin ülkeyi terk etmesi sonucu KVS'nin azalması tüketimi olumsuz etkilemektedir. Bu durum arzulanan bir durum olmayıp tüketim oranlarının KVSH bağlı dalgalanmalar gösterdiğini ve istikrarsız bir yapıya büründüğünü göstermektedir.

Grafik 7'de iki değişken arasındaki pozitif ilişkinin 1990 sonrasında belirgin hale geldiği görülmektedir. İstatistiksel olarak da bu durumu açıklayabilmek için 1990-2007 dönemine ait korelasyon katsayısı hesaplanması gerekmektedir. Bu hesaplamada kullanılacak gerekli veriler Tablo 23'te yer almaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 23. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve Tüketim Oranlarının Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	TÜKETİM/GSMH DEĞİŞİM (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1990	3000	0,1	2.556	-0,214	-548,13	6.534.823	0,0460
1991	-3020	0,9	-3.464	0,516	-1.787,80	11.997.010	0,2664
1992	1396	-0,3	952	-0,614	-584,93	906.932	0,3773
1993	3054	-1,5	2.610	-1,858	-4.850,09	6.813.823	3,4523
1994	-5127	-0,4	-5.571	-0,777	4.329,27	31.032.364	0,6040
1995	3713	1,3	3.269	0,932	3.047,58	10.688.519	0,8689
1996	5945	2,8	5.501	2,499	13.748,94	30.264.632	6,2460
1997	1761	-1,8	1.317	-2,166	-2.853,15	1.735.358	4,6910
1998	1313	-1,7	869	-2,065	-1.794,87	755.735	4,2628
1999	1024	1,9	580	1,541	894,57	336.783	2,3762
2000	4200	3,8	3.756	3,462	13.004,15	14.110.015	11,9850
2001	-11321	0,9	-11.765	0,561	-6.595,88	138.407.460	0,3143
2002	-1279	-2,1	-1.723	-2,497	4.302,24	2.967.592	6,2371
2003	4283	-0,1	3.839	-0,409	-1.568,75	14.740.455	0,1670
2004	1537	-1,3	1.093	-1,640	-1.792,77	1.195.370	2,6887
2005	8346	2,7	7.902	2,337	18.470,93	62.446.819	5,4635
2006	-3928	2,6	-4.372	2,267	-9.911,79	19.111.499	5,1405
2007	-6911	-1,5	-7.355	-1,872	13.769,36	54.091.171	3,5051
TOPLAM	Σx_i= 7.986,00	Σy_i= 6,30	Σx_i= -0,06	Σy_i= 0,004	Σx_iy_i= 39.278,86	Σx_i^2= 408.136.360,00	Σy_i^2= 58,69

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Burada elde edilen rakamlar formülde yerine koyulduğunda korelasyon katsayısı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$r = \frac{39.278,86}{\sqrt{(408.136.360,00).(58,69)}} \qquad r = \quad 0,253785$$

1980-2007 döneminde tüketim ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki korelasyon katsayısı 0,12 iken1990-2007 yılları arası bu oran artarak 0,25 'e ulaşmıştır. Bu durum ele alınan değişkenler arasındaki pozitif ilişkinin derecesi azda olsa artmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 24. Türkiye'de KVSH ve Tüketimin Ortalama, Standart Sapma Ve Değişim Katsayısı 1980-2007

	ORTALAMA	STANDART SAPMA	DEĞİŞİM KATSAYISI
	1	2	3 =2/1
1980-2007 KVSH	279,46	3.868,24	13,84
1980-2007 TÜKETİM	11,13	17,96	1,61

Örnek dönemde Türkiye'de ortalama tüketim oranları % 11,13 iken, bu oran KVSH'da %279,46 olarak hesap edilmiştir. Ele alınan bu iki değişkenin istikrarsız bir durum sergileyip sergilemediklerini incelemek için her iki değişkeninde değişim katsayıları hesaplanmıştır. Buna göre 1,61 ile tüketim oranı KVSH'ne göre nispeten daha istikrarlı bir yapı izlediği görülmektedir.

İncelenen dönem için ele alınan bu iki değişken arasında tüketim oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştik. Bu durumda istikrarsız bir yapı izleyen kısa vadeli sermaye hareketleri Türkiye ekonomisine girdiğinde piyasada geri dönüş volaritesi (oynaklığı) yüksek sıcak para miktarı artmaktadır. Piyasadaki sıcak para likiditesinin artması ekonomik bireylerin tüketim oranlarını artırmaktadır. Bu tür sermayenin ülkeyi kısa sürede terk etmesi tüketim oranlarının da istikrarsız bir yapıya bürünmesine sebep olmaktadır.

3.3.2.5. KVSH' nin Milli Gelir Üzerine Etkileri

Türkiye ekonomisinin uluslararası piyasalara açılmaya çalışıldığı ve yerli üretimin dış dünya ile ticaretinin teşvik edildiği 1980 yılından başlayarak günümüze 2007 yılına kadarki dönemde KVSH ile milli gelir oranları istatistiksel olarak karşılaştırılmıştır. bu iki değişken arasındaki ilişkiyi belirlerken yararlanılan korelasyon katsayı için gereken veriler Tablo 25 'te yer almaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 25. Türkiye'de 1980-2007 Dönemi KVSH ve GSMH'nin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	GSMH (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1980	-2	-2,8	-281	-7,0	1.973	79.237	49,13
1981	121	4,8	-158	0,6	-92	25.119	0,34
1982	98	3,1	-181	-1,1	207	32.939	1,30
1983	798	4,2	519	0,0	-9	268.853	0,00
1984	-652	7,1	-931	2,9	-2.680	867.674	8,28
1985	1.479	4,3	1.200	0,1	86	1.438.824	0,01
1986	812	6,8	533	2,5	1.347	283.567	6,40
1987	50	9,8	-229	5,6	-1.282	52.666	31,18
1988	-2.281	1,5	-2.560	-2,7	6.990	6.556.109	7,45
1989	-584	1,6	-863	-2,6	2.271	745.615	6,92
1990	3.000	9,4	2.721	5,2	14.065	7.401.175	26,73
1991	-3.020	0,3	-3.299	-3,9	12.967	10.886.634	15,44
1992	1.396	6,4	1.117	2,2	2.423	1.246.595	4,71
1993	3.054	8,1	2.775	3,9	10.737	7.697.906	14,98
1994	-5.127	-6,1	-5.406	-10,3	55.849	29.230.134	106,71
1995	3.713	8,0	3.434	3,8	12.944	11.788.991	14,21
1996	5.945	7,1	5.666	2,9	16.260	32.098.004	8,24
1997	1.761	8,3	1.482	4,1	6.030	2.194.872	16,56
1998	1.313	3,9	1.034	-0,3	-341	1.068.143	0,11
1999	1.024	-6,1	745	-10,3	-7.691	554.295	106,71
2000	4.200	6,3	3.921	2,1	8.115	15.370.399	4,28
2001	-11.321	-9,5	-11.600	-13,7	159.275	134.571.368	188,51
2002	-1.279	7,9	-1.558	3,7	-5.720	2.428.891	13,47
2003	4.283	5,9	4.004	1,7	6.686	16.028.092	2,79
2004	1.537	9,9	1.258	5,7	7.130	1.581.331	32,15
2005	8.346	7,6	8.067	3,4	27.184	65.068.584	11,36
2006	-3.928	6,0	-4.207	1,8	-7.447	17.702.972	3,13
2007	-6.911	4,5	-7.190	0,3	-1.941	51.703.146	0,07
TOPLAM	Σx_i= 7.825,00	Σy_i= 118,32	Σx_i= -0,72	Σy_i= 0,12	Σx_iy_i= 325.338,57	Σx_i^2= 418.972.132,98	Σy_i^2= 681,18

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Tablo 25'ten elde edilen veriler formülde yerine koyulduğunda korelasyon katsayısı,

$$r = \frac{325.338,57}{\sqrt{(418.972.132,98).(681,18)}} \qquad r = \quad 0,608993$$

olarak hesaplanmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

1980-2007 döneminde KVSH ile milli gelir arasında pozitif ilişki tespit edilmekte ve bu ilişkinin derecesi de %60 olarak hesaplanmıştır. Bu durum iktisadi analize uygun bir sonuç olup ilişkinin de güçlü olduğu görülmektedir. Yani kısa vadeli sermaye hareketleri ülke sınırları içine girdiğinde milli gelirimize pozitif bir katkı yapmakta; fakat ülkemizi terk ettiğinde ise milli gelirimizi olumsuz olarak etkilemektedir.

Grafik 8 'e bakıldığında 1990 sonrası KVSH ile milli gelir arasındaki ilişkinin arttığı görülmektedir. Bu saptamanın doğruluğunu istatistiksel olarak da teyit ettirmek için 1990-2007 döneminde ait iki değişken arasındaki ilişkiyi belirleyen korelasyon katsayısının hesaplanması gerekmektedir. Bu hesaplamada kullanılacak veriler Tablo 26 'da verilmektedir.

Tablo 26. Türkiye'de 1990-2007 Dönemi KVSH ve GSMH'nin Korelâsyon Katsayısı İle İlgili Ek Verileri

YILLAR	KVSH Milyon $ X_i	GSMH (%) Y_i	x_i (X-Ẋ)	y_i (Y-Ẏ)	x_iy_i	x_i^2	y_i^2
1990	3.000	9,4	2.555	5	12.956	6.529.711	26
1991	-3.020	0,3	-3.465	-4	13.963	12.003.938	16
1992	1.396	6,4	951	2	1.969	905.029	4
1993	3.054	8,1	2.609	4	9.837	6.808.603	14
1994	-5.127	-6,1	-5.572	-10	58.113	31.043.507	109
1995	3.713	8,0	3.268	4	11.995	10.681.981	13
1996	5.945	7,1	5.500	3	15.236	30.253.630	8
1997	1.761	8,3	1.316	4	5.226	1.732.725	16
1998	1.313	3,9	868	0	-373	753.997	0
1999	1.024	-6,1	579	-10	-6.042	335.623	109
2000	4.200	6,3	3.755	2	7.398	14.102.503	4
2001	-11.321	-9,5	-11.766	-14	162.719	138.430.991	191
2002	-1.279	7,9	-1.724	4	-6.154	2.971.038	13
2003	4.283	5,9	3.838	2	6.026	14.732.777	2
2004	1.537	9,9	1.092	6	6.084	1.193.185	31
2005	8.346	7,6	7.901	3	25.837	62.431.016	11
2006	-3.928	6,0	-4.373	2	-7.302	19.120.243	3
2007	-6.911	4,5	-7.356	0	-1.250	54.105.881	0
TOPLAM	Σx_i= 7.986,00	Σy_i= 77,90	Σx_i= -18,06	Σy_i= -0,04	Σx_iy_i= 316.236,51	Σx_i^2= 408.136.378,12	Σy_i^2= 570,00

Kaynak: Önceki Tablolardan Derlenmiştir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Tablo 26'daki veriler yardımı ile hesaplanan1990-2007 dönemine ait korelasyon katsayısı,

$$r = \frac{316.236,51}{\sqrt{(408.136.378,12).(570,00)}} \qquad r = \quad 0,65565$$

olarak tespit edilmektedir.

Bu sonuca göre, 1980-2007 döneminde KVSH ile milli gelir arasındaki korelasyon katsayısı 0,60 iken bu oran 1990-2007 döneminde 0,65 ' çıkaran var olan pozitif ilişki varlığını korumuş ve ilişkinin derecesi artmıştır.

Tablo 27. Türkiye'de KVSH ve GSMH' nin Ortalama, Standart Sapma ve Değişim Katsayısı 1980-2007

	ORTALAMA	STANDART SAPMA	DEĞİŞİM KATSAYISI
	1	2	3 = 2/1
1980-2007 KVSH	279,46	3.868,24	13,84
1980-2007 GSMH	4,23	4,93	1,17

Türkiye'de 1980-2007 yılları arası Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortalaması % 279,46 iken, ortalama GSMH' nin değişim oranı % 4,23 olarak hesaplanmıştır. İstikrarsızlık ölçütü olarak değişim katsayısına bakıldığında GSMH' nin, KVSH' ne göre daha istikrarlı bir durum sergilediği görülmektedir.

İncelenen dönem için ülkeye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin hem hacim olarak artması hem de başlıca makroekonomik değişkenler üzerine etkilerinin artması Türkiye ekonomisinin arzuladığı istikrarlı bir ekonomik büyümeyi tutturamamasına neden olmaktadır. Bu durum yapılan istatistikî incelemede de KVSH ile milli gelir arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Fakat bu pozitif ilişkinin ne anlama geldiğini

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

açıklamak gerekmektedir. KVSH ülke sınırlarına kısa sürelide olsa girmesi tüketimi canlandırmış ve ekonomik bir büyüme sağlamıştır. Bu büyüme sermaye hareketlerinin ülke sınırları içinde kaldığı süre kadar geçerli olmuştur. Bu nedenle KVSH ekonomik büyümeye kısa süreli katkıda bulunsa da uzun vadede ekonomik büyümenin istikrarsız bir yapıya bürünmesinde önemli bir rol oynamıştır.

3.3.3. Genel Değerlendirme Ve Öneriler

Bu bölümde Türkiye'ye yönelen sermaye hareketleri içerisinde oynaklığı en yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketleri incelenmeye çalışılmıştır. Ele alınan bu sermaye türünün kendi yapısı gereği kısa vadeli oluşu ve spekülatif bir karaktere sahip olması nedeni ile geri dönüş kabiliyeti yüksek bir yatırım kaynağı olarak göze çarpmaktadır.

Türkiye ekonomisi özellikle 1980li yıllarda yapılan liberal reformlarla yabancı sermaye ile olan ilişkilerini serbestleşmiştir. 1989-1990 yıllarında ise yabancı sermayeyi teşvik edici önemli düzenlemelerin yapılması 1990'lı yıllarda ülkeye gelen sermayenin boyutu genişlerken yıllık hareketlerinde dalgalanmaların yaşandığı, sermaye hareketlerinin oynaklılığının da arttığı dikkat çekmektedir.

Büyük ölçüde Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1980' li yıllarda artmasından dolayı 1980-2007 dönemine ait veriler ışığında KVSH' nin başlıca iktisadi değişkenler ile olan ilişkileri ve istikrar yapıları incelenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri kendi dolaşım mantığı gereği istikrarsız oluşu bu sermaye türü ile ilişkisi olan makroekonomik değişkenler üzerinde de etkileri olduğu hem iktisadi hem de istatistikî olarak tespit edilmiştir. Ele alınan dönemde kısa vadeli sermaye mevcut duruma göre gerek hacmi gerekse oynaklık düzeyi oldukça düşüktü. Türkiye ekonomisinin dış dünya ile ilişkileri serbestleştikçe ve geliştikçe bu tür sermaye hareketleri daha istikrarsız bir yapıya dönüşmüştür. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye piyasalarına giriş-çıkış oranlarına baktığımızda ülkeye yönelen büyük

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

hacimli sermaye hareketinin hemen ertesi yıl neredeyse tamamının geri çıktığı dönemler yaşanmıştır. 1980 li yıllarda ortalama -16 milyon dolar sermaye çıkışı yaşanırken, 1990'lı yıllar ile 2002 yılları arası ortalama 358 milyon dolar sermaye girişi yaşandığı görülmektedir. 2003 yılında tek partili iktidar dönemi ile başlayan ve 2007 yılına kadar olan dönemde ise bu sermaye hareketleri oranı ortalama 665 milyon dolar sermaye girişi yaşanmıştır. Fakat Tablo1 dikkatlice incelendiğinde elde edilen bu ortalamalar KVSH'nin sık ve büyük dalgalanması neticesinde elde edildiği unutulmamalıdır. Ele alınan bu dönemde ortalama 279 milyon dolar sermaye girişi yaşanmışken istatistiksel analizde önemli bir dağılma ölçüsü olan standart sapması ise 3.868 olarak bulunmuştur. Burada elde edilen standart sapmanın büyük olması; ortalamadan sapmaların, riskin ve oynaklığın yüksek olduğunu göstermektedir. İstikrarsızlık ölçütü olarak bilinen değişim katsayısı ele alındığında 13,84'lük bir değer elde edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir ülkeye yönelmesi ile o ülkenin makroekonomik değişkenlerinin olumsuz etkilendiğinin mi? Yoksa istikrarı yakalamamış bir ekonominin sahip olduğu bozuk makro ekonomik değişkenler yüzünden kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir ülkeye yöneldiği yorumları arasında ince bir çizgi bulunmaktadır. Yani bu değişkenler bazen bağımlı değişken bazense bağımsız değişken olabilmektedirler.

1980-2007 yılları arasında neden-sonuç ilişkisine bakılmaksızın döviz kuru, enflasyon oranı, ödemeler bilançosu, milli gelir, yatırım ve tüketim gibi başlıca makroekonomik değişkenlere ait veriler ile KVSH arasındaki ilişki iktisadi analiz kapsamında grafik ve tablolar ile incelendiğinde KVSH ile ele alınan başlıca değişkenler arasında önemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aynı zamanda tespit edilen ilişkiler, istatistiksel verilerle de desteklenmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yüksek faiz ve düşük döviz kuru arbitrajından faydalanmak amacıyla hareket eden bir sermaye türü olması öncelikle KVSH ile döviz kuru arasında önemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Geri dönüş kabiliyeti yüksek olmasından dolayı sıcak para olarakta bilinen kısa vadeli sermaye hareketleri yöneldiği ülkenin ekonomi piyasalarında döviz bolluğuna sebep olacağı için ülkeye giren yabancı

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

paranın değeri düşerken ulusal para değer kazanmaktadır. Sermaye hareketleri ile değeri düşen döviz kuru, kendi başına birçok değişkeni ve buna bağlı birçok sektörleri etkilemektedir. Kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak amacı taşıyan sermaye hareketleri (sıcak para) beklediği karı sağladığında tıpkı geldiği gibi hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır. KVS 'nin kendi mantığı gereği hareket etmesi ile kendi istikrarsızlığını gittiği ülkelerin döviz piyasalarına da yansıtmaktadır. Özellikle döviz piyasasında meydana gelen dalgalanmalar döviz ile kredi alan-veren, döviz üzerinden mal alıp-satan ve dış ticaret ile uğraşan ekonomik bireylerin kararlarını ve ticaretlerini etkilemektedir. Eğer istikrarlı bir büyüme sağlanmak amaçlanmışsa, döviz kurunun piyasa denge kurunun etrafında oluşması gerekmektedir. Bu ise KVSH'nin ülkeye gelen yabancı sermaye hareketleri içerisindeki oranının azaltılması ile olabilir.

KVSH ile döviz kuru değişkenleri arasında, ele alınan dönemlerde ortaya koyulan ilişki negatif bir ilişki olduğunu gösteren istatistikî sonuçlar iktisadi teoriyle de uyuşmaktadır. 1980-2007 döneminde KVSH ile Döviz Kuru arasındaki bu ters yönlü ilişki % 27 oranındadır. Yani kısa vadeli sermaye hareketleri arttığında döviz kurunun değeri düşmektedir. Bununla birlikte 1989 yılında yapılan serbestleşme politikaları ile oynaklığı daha da artan KVSH ile döviz kuru ilişkinin gücü azda olsa artarak % 29' a yükselmiştir. Ayrıca ele alınan dönemlerde ki değişkenlerin değişim katsayılarına bakacak olursak 13,84 değeri ile KVSH'nin daha istikrarsız olduğu, 0,8 değeri ile döviz kurunun nispeten daha istikrarlı olduğu tespit edilmiştir. Ancak döviz kurunun bu denli daha istikrarlı çıkması ülkenin uzun dönem sabit döviz kuru politikası uygulaması ile nominal değerinin sabitlenmesinin büyük rolü bulunmaktadır.

Yerli ve yabancı yatırımcılar her türlü iktisadi aktivitelerini yürütürken ve kararlar alırken fiyatlar genel düzeyine bakmaktadırlar. Bu durumda fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen artışlar piyasalarda belirsizlik ortamının oluşmasına neden olmakta ve tasarruf sahiplerinin gelecekle ilgili yatırım karaları almakta zorlanmaktadırlar.[145] Bu durum ulusal ekonomilerin başlıca makro ekonomik değişkenlerini etkileyerek piyasalarda

[145] Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, s.65

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

bir istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Ayrıca yüksek faiz oranları ile birlikte yüksek enflasyon oranlarının bulunduğu ekonomilerde gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar enflasyonun etkilerinden kurtulmak ya da azaltmak amacıyla tasarruflarının neredeyse tamamını reel üretim yerine kısa vadeli yüksek kazanç sağlayan bankalar gibi finansal piyasalara aktarmaktadırlar.[146] Bu nedenle enflasyon, bir ekonomide özellikle siyasi ve ekonomik hayatta önemli olumsuz etkileri olan bir sorundur.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yöneldiği ülkede kısa sürelide olsa likidite oranını yükseltmesi ile oluşan sıcak para, talep miktarını artıracaktır. Artan talep tüketimi artırması ile enflasyon oranını artırabilmektedir. Ayrıca döviz kuru kanalı ile de enflasyon oranını artırmaktadır. KVSH ile ulusal ülkelerin döviz piyasalarında döviz kurunda meydana gelen bir artış ithal malların fiyatlarını artırdığı için ithal hammadde veya ara malı kullanılan ürünlerin ve ithal tüketim mallarının fiyatlarını da artırmaktadır.

1980-2007 döneminde, KVSH ile enflasyonu temsilen TÜFE değişkenleri arasındaki ilişki negatif olup ilişkinin derecesi de yapılan çalışmalarda yüksek çıkmıştır. Böylelikle ülkeye sıcak para girdiğinde likidite artmış ve döviz kurlarını etkilemiştir. Bunun sonucunda gerek üretim için ihtiyaç duyulan hammadde ve aramalarının fiyatları düşmekte, gerekse döviz cinsinden tasarruf edenlerin, dolarla borçlanan ve ticaret yapanların tüketim alışkanlıklarını da etkilediği görülmektedir. Bu durumu yapılan istatistiki analizlerle de desteklemektedir. Bununla birlikte bu iki değişken arasındaki ilişkinin gücü 1990' lı yıllarda daha da artmış ve bu oran % 58'e yükselmiştir. Ayrıca ele alınan dönemde ki değişkenlerin değişim katsayılarına bakacak olursak 92,93 değeri ile TÜFE' nin KVSH' ne göre daha istikrarsız olduğu saptanmıştır.

Sonuç olarak kısa vadeli sermaye hareketleri yöneldiği ülkenin enflasyon oranlarını artırdığı fakat ülkeye gelmesi ile artan enflasyon oranının kar imkânlarını ortadan kaldırdığından sermayenin çıkmasına sebep olmaktadır. Yani sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olan enflasyon olgusunu, yine bu sermaye türünün ülke sınırlarına gelmesi ile kendisi

[146] Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, s.277

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

enflasyon oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Burada yapılması gereken enflasyon oranlarını faiz oranları ile paralel bir şekilde düşürmek suretiyle hem piyasalara ihtiyaç duyduğu fiyat istikrarını sağlamak hem de tasarruf sahibi yerli ve yabancı yatırımcıları kısa vadeli yatırımlardan ziyade istihdam artırıcı reel üretim sektörlerine yönlendirmektir.

Türkiye'de cari işlemler açıklarının artması ve bu açığın finanse edilememesi ödemeler bilançosu kaynaklı krizlerin temel nedeni olarak görülmektedir. 1980'li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılmaya başlanılması ile Türkiye' ye yönelen kısa vadeli sermaye girişleri, yabancı paranın değerini düşürmüştür. Döviz kurunu düşmesi ihracatı azaltıp ithalatı teşvik etmektedir. Bu gelişmelerin doğal sonucu olarak, dış açık büyümüş ve ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmüştür. Bu açığın finansında yüksek faiz oranları gibi finansal teşviklerle ya da imtiyaz gibi kamusal teşvikler ile ülkeye kolay gelen kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmesi kısa vadeli sermayenin yapısı gibi geçici bir finans kaynağı olmaktadır. Bu açığın giderek artması ve finanse edilememesi durumunda yabancı sermaye ülkeyi terk etme yolunu seçebilmektedir. Bu durum kurların yükselmesine ve kısa vadede likidite sıkıntısı yaşamasına neden olmaktadır. Görüldüğü gibi KVSH ile cari işlemler dengesi istikrarsızlığı artmakta ve zaman zaman bu sebeplerden ötürü krizler yaşanmaktadır.

Ele alınan dönemlerde cari işlemler dengesi ile KVSH değişkenleri arasında ortaya koyulan ilişki pozitif bir ilişki olduğunu gösteren istatistikî sonuçlar iktisadi teoriyle de uyuşmaktadır. 1980-2007 döneminde KVSH ile cari açık arasındaki bu pozitif yönlü ilişki % 28 oranındadır. Yani KVSH' inde meydana gelen bir atış cari işlemler açığının artmasına sebep olmakta; KVSH' inde meydana gelen bir azalış ise cari işlemler açığının kapanmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte 1989 yılında gümrük tarifelerinin oranlarının düşürülmesi, döviz işlemlerinin daha da serbestleştirilmesi ile birlikte IMF tarafından TL'nin konvertibl paralar listesine alınması gibi yapılan birçok serbestleştirme politikaları ile KVSH'nin oynaklığı da artmıştır. Bununla birlikte, 1990-2007 yılları arası oynaklığı artan KVSH ile cari işlemler açığı

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

arasındaki ilişkinin gücü azda olsa gerileyerek % 27 olmuştur. Ayrıca ele alınan dönemde ki değişkenlerin değişim katsayılarına bakacak olursak -20,13 değeri ile cari işlemler açığının daha istikrarsız olduğu, 13,84 değeri ile KVSH'nin nispeten daha istikrarlı olduğu tespit edilmiştir.

Türkiye ekonomisinde tüketim oranının yüksek olması ve tasarruf miktarının düşük olması, ihtiyaç duyulan istikrarlı bir ekonomik büyüme için yeterli tasarruf miktarı sağlanamamış ya da diğer bir deyişle tasarruf açığı yaşanmıştır. İstikrarlı bir ekonomik büyüme için gerek duyulan tasarruf, yurt içinden temin edilemediğinden dolayı yabancı tasarruflara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu yabancı tasarruflar içerisinde daha kolay ve çabuk gelen KVSH'nin tercih edilmesi ülkenin refah düzeyini artıracak reel yatırımlar için gelmeyip aksine üretimi artıran yatırımları da dolaylı yollarla engelleyerek ülkeye zarar vermektedir.

Kısa vadeli sermaye yöneldiği ülkeye, vadesi kısa olan yabancı tasarrufları getirmesi ile piyasaları ısıtmaktadır. Böylece tüketim ve yatırım oranlarını artırdığı görülmektedir. Fakat kısa dönemli kar imkânları ortadan kalktığında ani bir çıkışın başlaması ile birlikte piyasalarda likidite sıkıntısı başlamakta, yatırım ve tüketim ise bu dalgalanmalardan olumsuz etkilenmektedir.

1987-2007 döneminde, KVSH ile yatırım ve tüketim değişkenleri arasındaki ilişki pozitif bir ilişki olduğunu gösteren istatistikî sonuçlar iktisadi teoriyle de uyuşmaktadır. Ele alınan dönemde KVSH ile yatırım arasındaki bu pozitif yönlü ilişki % 67 oranındadır. Yani KVSH' inde meydana gelen bir atış yatırımların artmasına sebep olmakta; KVSH' inde meydana gelen bir azalış ise yatırımların azalmasına sebep olmaktadır. Fakat burada bilinmesi gereken bu yatırımları finanse eden kısa vadeli sermaye, kendi dolaşım mantığı gereği kısa süreli finanse edebilmektedir. Bu durum ise yatırımları artırmakta ama verimliliğini düşürmektedir. Aynı dönem için tüketim ile KVSH arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu iki değişken arasındaki pozitif yönlü ilişki %57 oranındadır. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin pozitif olmasının yanında derecesinin de kuvvetli çıkması iktisadi teori ile de uyuşmaktadır. Ancak bu tüketimi finanse eden sıcak para ülkeyi terk ettiğinde tüketimi

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

olumsuz etkileyecektir. Ayrıca ele alınan dönemde ki değişkenlerin değişim katsayılarına bakacak olursak 0,08 değeri ile yatırım oranları, 1,61 değeri ile tüketim daha istikrarlı olduğu, 13,84 değeri ile KVSH'nin diğer iki değişkene göre daha istikrarsız olduğu tespit edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye girişleri özellikle tüketim kaleminde etkili olarak büyümeyi hızlandırmasına karşın çıkış dönemlerinde büyümeyi olumsuz etkilediği görülmektedir. Bununla birlikte ülkeye gelen yabancı sermaye piyasaları artan likidite ile ısıtarak kısa süreli bir ekonomik büyüme sağlanabilmektedir. Fakat bu büyüme, sermayenin ülkede kaldığı süre ile orantılıdır. Spekülatif amaçlı ülkeye gelen sermaye geldiği ülkede spekülatif bir büyüme sağlamaktadır. Bu arada spekülatif beklentilerin olumsuz yönde değişmesi ile yatırımları ve tüketimi finanse eden yabancı sermaye girişi yerini kitlesel çıkışlara bırakmaktadır.[147]

Ele alınan dönemde GSMH ile KVSH değişkenleri arasında ortaya koyulan ilişki pozitif bir ilişki olduğunu gösteren istatistikî sonuçlar iktisadi teoriyle de uyuşmaktadır. 1980-2007 döneminde KVSH ile GSMH arasındaki bu pozitif yönlü ilişki % 61 oranındadır. Yani KVSH' inde meydana gelen bir atış milli gelirin artmasına sebep olmakta; KVSH' inde meydana gelen bir azalış ise milli gelirin azalmasına neden olmaktadır.1989 yılında başlayan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, sermaye türleri içinde özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Bu sermaye türü 1990'lı yılların ekonomik yapısının şekillenmesinde önemli bir rol almıştır.[148] Bu nedenle 1990-2007 dönemi iki değişken arasındaki ilişkinin yeni durumu incelendiğinde bu iki değişken arasındaki ilişkinin gücü 1990' lı yıllarda daha da artmış ve bu oran % 66'e yükselmiştir. Ayrıca ele alınan dönemde ki değişkenlerin değişim katsayılarına bakacak olursak 1,17 değeri ile GSMH' nin KVSH' ne göre daha istikrarlı olduğu saptanmıştır.

Tasarruf sahiplerine yerli ve yabancı ayırımı yapmadan gerekli finansal ve hukuksal alt yapıları kurduktan sonra yatırıma kanalize olacak,

[147] Tuba Ongun, **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, Ankara: İmaj Yayınevi, Ekim 2001,s.344
[148] Ongun, **a.g.e.**, ,s.345

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

tasarruflara yol gösterebilecek bir siyasi ve ekonomik irade ile birlikte serbestleşme hareketlerinin başlanılması gerekmektedir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

SONUÇ

Küreselleşme hareketleri ve buna bağlı olarak finansal serbestleşme, teknolojiyi geliştirmek, sermaye açığını kapatmak, sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, dışa açılmak, ülke içerisinde dengeli bir rekabet ortamı yaratmak, işsizliğe çözüm getirmek, döviz rezervlerini genişletmek, ucuz hammadde kullanmak, çevre koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi hedefler amacıyla ulusal ülkeler ve özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından desteklenmiştir. Bu hedefler bağlamında, gelişmekte olan ülkeler için finansal serbestleşme, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımların tamamlamasında ve büyüme artışında önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda tasarruflar, sermaye darboğazı çeken ülkelere akacağı, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı artıracağı düşünülmektedir.

Küreselleşme sürecinin en önemli temel taşlarından biri olan sermaye hareketlerinin, alt yapı düzenlemeleri yapılmadan serbestleşmesi sonucu sermaye hareketlerinden beklenilen faydalar sağlanamamış ve makroekonomik birçok önemli sonuçlar doğurmuştur. Bu süreçte sermaye hareketlerinin dolaşım özgürlüğüne kavuşması ile sermaye hareketlerinin hacminde ve karakterlerinde önemli bir değişim yaşanmıştır. Sermaye hareketlerinin hacmi her geçen gün artmış ve kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak amaçlı bir sermaye hareketleri karakterine bürünmüştür.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlı olduğu yapılan incelemelerde ortaya çıkmaktadır. Aşırı sermaye girişi karşısında değer kazanmış yerli para, uluslararası sermayenin bu duyarlılığına bağlı olarak kaçması sonucunda değer kaybına uğramasıyla birlikte ülkemizde sık sık finansal krizler yaşanmıştır. Bu meydana gelen dalgalanmalar döviz rezervlerine bağlı olarak da ödemeler dengesi krizlerine

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

yol açtığı görülmektedir. Ayrıca KVSH ülke sınırlarımıza kısa süreliğine girdiğinde tüketimi canlandırmakta ve kısa sürelide olsa ekonomik bir büyüme sağlamaktadır. Bu büyüme, sermaye hareketlerinin ülke sınırları içinde kaldığı süre kadar geçerli olduğu gerek grafiklerle gerekse yapılan istatistikî incelemelerle ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle KVSH ekonomik büyümeye kısa süreli katkıda bulunmasına karşın, uzun vadede ekonomik büyümenin istikrarsız bir yapıya bürünmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Spekülatif amaçlı ülkeye gelen sermaye, geldiği ülkede spekülatif bir büyüme sağladığı görülmektedir.

1970'li yıllardaki uluslararası sermaye hareketlerine Türkiye Cumhuriyeti, benzer karakterlere sahip diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran ulusal piyasasına geç yansıtan ülkeler arasında bulunmaktadır. Bunu sebebi ise yapılan reformlar ve düzenlemelerin uygulamaya geçebileceği istikrarlı bir ekonomik ortamın sağlanamamasından dolayı 1980'li yıllara kadar kayda değer bir gelişme elde edilememiştir. 1980 yılından sonra, yeni ekonomik kurallara uyum sağlanarak, dünya ülkeleri ile bütünleşme yoluna giren Türkiye ekonomisi, 1990 yılında bu süreci önemli ölçüde tamamlamıştır. Bu dönemden itibaren Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi kanallardan özel sektöre kaymış ve sermaye girişleri içerisinde istikrarsız bir yapı izleyen kısa vadeli sermaye hareketlerinin görece hacmi artmıştır. Yapılan incelemelerde Türkiye ekonomisine yabancı sermaye girişi 1980'li yıllardan itibaren finansal serbestleşme ve dışa açılma politikaları ile hızlandığı görülmektedir. Bununla birlikte 1990'lı yıllara gelindiğinde ise Türkiye piyasalarına yönelen sermaye girişleri hem hacim olarak hem de oynaklık derecesi olarak giderek arttığı yapılan incelemelerde açıkça görülmektedir. Bu tür yapıya sahip olan kısa vadeli sermaye hareketleri kendi içinde bulundurduğu dolaşım mantığı gereği yöneldiği ülkelere kendi karakterini taşıyarak makroekonomik değişkenler üzerinde bozucu etkilerinin olduğu ve gelişmekte olan ülkelerin siyasi ve iktisadi politika uygulamalarını da etkileyerek bu politikalarının etkilerini de azalttığı anlaşılmıştır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin hacmi, dış ticaret üzerindeki kontrollerin kaldırılması, para ve sermaye piyasalarının kurulması ve devletin piyasalar üzerindeki hâkimiyetinin her geçen gün kalkmasının ardından hızla büyüdüğü ele alınan dönemde grafik ve tablolar yardımıyla açıkça görülmektedir. Bununla birlikte, sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde yaratmış olduğu etkileşim sürecinde meydana gelen sermaye akışkanlığı sonucu, özellikle yabancı para birimleri karşısında ulusal paranın değer kazanması ihracatın gerileyerek ithalatın artmasına ve sonuçta cari işlemlerde oluşacak açık ise devalüasyon beklentisini gündeme getirmiştir. Bu beklentilerin sermayedarlar tarafından da desteklenmesi ile ülkemizde sık aralıklarla ulusal paramız yabancı paralar karşısında devalüe edilmek zorunda kalınmıştır. Aynı zamanda Türkiye'deki yasal ve kurumsal yetersizlikler, sık sık değişen ekonomik politikalar ve siyasi risk unsurları sermaye hareketliliğindeki süreci tersine çevirmiş ve ekonomiyi finansal dalgalanmalara daha açık hale getirmiştir.

Kısa bir süre için Türkiye piyasalarına giren KVSH'nin spekülatif saldırısı ulusal paranın aşırı değerlenmesine sebep olmuştur. İthalatı özendiren, ancak ihracatı kârlı bir faaliyet olmaktan çıkaran bu gelişme, cari işlemler açığını büyütmüştür. Bu şartlar altında sağlanan iktisadi büyüme, ithalata bağımlı olduğu için, yapay ve spekülatif bir büyüme biçiminde gerçekleşmiştir. Yapılan incelemelerde Türkiye'nin kayda değer olarak 1980'li yıllara denk gelen finansal liberalleşme ve dışa açılma süreci ile beraber artan KVSH ile Milli Gelir arasındaki ilişki incelendiğinde ilişkinin pozitif olduğu yapılan istatistikî çalışmalarda ortaya çıkmıştır. Bu kalıcı olmayan büyüme, 1988, 1991, 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye'nin siyasi ve finansal yapısının zayıf olmasından dolayı makro ekonomik istikrarını bozarak piyasalarda ekonomik bir krizin yaşanmasına sebep olmuştur. Bu süreçte spekülatif nitelikte bir büyüme dalgası hiçbir zaman kalıcı olmamış ve hemen hemen her genişleme dönemi bir kriz ile sonuçlandığı yapılan çalışmalarla tespit edilmiştir.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinde görülen ani ve keskin dalgalanmaları, döviz kurları da takip ettiği görülmektedir. Özellikle 1994 ve 2001 yıllarında kısa vadeli sermaye hareketlerinde ve buna paralel olarak döviz kurunda keskin değişiklikler gözlenmiştir. Bu iki dönemdeki ortak nokta ise Türkiye ekonomisinde yaşanan siyasi ve ekonomik krizlerin sonucu KVS ülkeyi terk ettiği anlaşılmıştır.

Yapılan çalışmalar sonucunda Türkiye'de İç talep içerisinde ithal malların ve yerli üretim içerisinde ithal girdilerin payının her geçen dönem artması döviz kuru kanalı ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve enflasyon arasındaki ilişkiyi güçlendirmektedir. Bu durum İthal ara girdi ve mal maliyetlerinin fiyatlar genel düzeyi üzerindeki belirleyiciliğini de artırmaktadır. Ayrıca Türkiye'ye gelen yabancı sermaye, yatırımları finanse etmek için ek bir kaynak oluşturmak yerine iç talebi artırmasıyla enflasyon oranının yükselmesine neden olmaktadır. Böylelikle birçok faktörden etkilenen enflasyon oranlarının artmasına kısa vadeli sermaye hareketleri de önemli bir rol almaktadır.

Türkiye'de cari işlemler açığı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında uzun dönemli doğrusal bir ilişki olduğu görülmektedir. Cari işlemler açığının yüksek olduğu yılların aynı zamanda kısa vadeli sermaye girişlerinin de yoğun yaşandığı yıllar olması bu ilişkiyi desteklemektedir. Yapılan incelemelerde KVSH' inde meydana gelen dalgalanmaların arttığı dönemlerde cari işlemler dengesinin de bu keskin dalgalanmaları yakından takip ettiği görülmektedir.

Türkiye ekonomisinde tüketim oranlarının yüksek olması; buna karşın tasarruf miktarlarının düşük olması nedeniyle büyüme için yeterli tasarruf miktarları sağlanamamış ve uzun zamandır tasarruf açığı ülkemizde yaşanmıştır. Bu nedenden ötürü, Türkiye 1980'li yallarda ve özellikle 1989 yılında çıkarılan yabancı sermayeyi teşvik etmek ve dış ticareti artırmak amacıyla reformlar ve düzenlemeler yapılmıştır. Fakat yaşanan siyasi ve iktisadi istikrarsızlıklar ve buna bağlı olarak gerçekleşen başarısız politikalar neticesinde gerek duyulan istikrarlı bir kalkınma sağlayacak yatırımları artırıcı sermaye hareketleri yerine, istikrarsızlığı artıran spekülatif amaçlı arbitraj

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

gelir elde etmek için ülkeye gelen KVSH şeklinde gelmiştir. Bu sermaye türüne bağlı olarak Türkiye ekonomisinin yatırım ve tüketim oranları istikrarsız bir seyir izlemektedir.

Genel olarak hem pratikte hem de teoride kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerde istikrarsızlık mı yarattığı yoksa ulusal ekonomilerin içerisinde bulunduğu istikrarsız yapıdan dolayı mı kısa vadeli sermaye hareketlerine maruz kaldıkları hala tartışılmaktadır. Ancak şu açıktır ki, Türkiye Cumhuriyeti devletinin izlemiş olduğu faiz, para ve kur politikaları gibi faktörlerin piyasalarda istikrarsızlığın oluşmasında büyük ölçüde etkili olduğu ve buna bağlı olarak dengesiz ekonomi piyasalarının varlığından ötürü, bu durumdan kar elde etmek isteyen KVSH'nin ülkeye geldiği açıktır. Bununla birlikte KVSH'nin kendi oynaklığını Türkiye piyasalarına taşıyarak mevcut durumu daha da kötüleştirdiği ve makroekonomik göstergeleri istikrarsız bir hale getirdiği geçmiş dönemdeki deneyimlerden açıkça anlaşılmaktadır.

Türkiye'de 2002 yılından itibaren uygulanan yeni ekonomik programın öngörüleri daha önceki programlardan farklı olmasa da 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan iki büyük krizin ardından gelen tek partili iktidar ile siyasi istikrar sağlanmış, uygulanan programların ekonomi üzerinde daha etkili olduğu mali göstergelerden de anlaşılmaktadır. Piyasaların daha önceki dönemlere göre istikrarlı bir yapıya bürünmesi sonucu ülkeye gelen yabancı sermaye miktarında artışlar görülmektedir. Ancak makro ekonomik göstergelerdeki bu olumlu gelişmeler kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkemize gelmeye devam ettiği müddetçe süreceği aşikârdır. Bu durum tersine dönmeden gerekli alt yapı çalışmaları ve düzenlemeler yapılmalı ve yapılan düzenlemeler ise ciddi bir şekilde takip edilmelidir. Bu tek partili dönemin, Makroekonomik değişkenlerin kısa vadeli sermaye hareketlerine olan bağımlılığını kaldırmak ya da en azından azaltmak için en uygun dönem olduğu ve bu açıdan yapılacak politikaların özenle hazırlanıp sermaye sahiplerini küstürmeden bu sorunların çözülebilmesi gerekmektedir. Bu alanda yapılabilecek en etkili önlemlerden biriside faiz indirimlerinin enflasyon hedefleri ile uygun bir şekilde gerçekleşmesi ile mümkündür. Çünkü

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

enflasyonun yüksek olduğu durumlarda sermaye sahipleri enflasyon oranının altında kredi vermeyecekleri gibi yüksek enflasyon varken faizlerin düşmesi yapılan iktisadi politikayı etkisiz bırakarak faizleri tekrar yükselmesine neden olacaktır.

Türkiye ekonomisinin yapması gereken ülkeye gelen toplam yabancı sermaye hareketleri içerisinde ki kısa vadeli sermaye hareketlerinin oranının azalmasını sağlamak ve uzun vadeli istikrarlı bir büyüme sürecine katkıda bulunacak uzun vadeli sermaye hareketlerinin oranını artırmak olmalıdır. Bu ise öncelikle büyük şirketlerin kalıcı yatırımlarını hangi koşullarda yaptığının iyi tespit edilmesinden geçtiği açıkça görülmektedir. Böylelikle gelişmiş ülkelerdeki büyük yatırımcılar kısa süreli spekülatif amaçlı karlardan ziyada yatırımın yapılacağı ülkenin istikrarlı makroekonomik politikalarının ve yüksek büyüme oranlarının yarattığı karlı bir ortamdan yararlanmak için yatırım yapmak isteyeceklerdir. Bu durunda yapılan mali ve yapısal reformlar ile sermaye hareketleri üzerindeki mali kontrollerde başarılı olunması durumunda yabancı sermaye hareketlerinden kaynaklanan olumsuz etkilerin ekonomi üzerindeki tahrip gücünün azaltabileceği anlaşılmaktadır.

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

KAYNAKÇA

Afsar, Bilge , **"Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Dışsal Ekonomiler",** KTO: Araştırma Raporu, Sayı: 2007.515.475, Şubat 2007,

Akat**,** Asaf Savaş ," **Ödemeler Dengesi Yazıları",** Erişim:12 Ocak 2008 http://akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf

Akdiş, Muhammet, " Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi" , **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs-Haziran 2004,

Aklan, Nejla Adanur, **"Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları Ve Değişen Yapısı ",** Erişim Tarihi: 15 Aralık 2007, http://Sbe.Balikesir.Edu.Tr/Dergi/Edergi/C5s7/Makale/C5s7m3.Pdf,

Aksaraylı, Mehmet ve Özhan Tuncay, " Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği" , 2. Ulusal İktisat Kongresi / 20-22 Şubat 2008,

Aktan, Coşkun Can ve Hüseyin Şen**," Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye",** Ankara: TOSYÖV Yayınları, 1999.

Alkin, Erdoğan, "**Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi",** Ekonomik istikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, Ankara: TCMB, 2001

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Asnas, Ahmet, “I. Dünya Savasına Giden Yol Ve Osmanlı Devleti’nin Savaşa Girmesinde İttihat Ve Terakki’nin Rolü”,**ÇOMÜ: Çanakkale Savaşları Tarihi Semineri**, Ocak 2004, http://canakkalesavaslari.comu.edu.tr/data2/23.pdf, Erişim Tarihi: 20 Aralık 2007

ATO, "Sıcak Para Virüsü”, **27.04.03 Tarihli ATO Raporları**, Erişimi: 12 Ocak 2008, http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=85&l=1

Aydın, M. Kemal, “Kapitalizm ve Kriz”, **KOU SBE Dergisi**, (6) 2003 / 2

Ayvaz, Y.Yüksel ve Diğerleri, “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelemesi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:13, Sayı:1,2006,

Başoğlu, Ufuk,” Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, **Balıkesir Üni. SBE Dergisi**, Cilt: 3, Sayı:4,2000

Benzıng, Cynthıa, Capital Flows And Financial Crises: Theory Versus Reality**, Atlantic Economic Journal**, Volume 29, Number 1 / March, 2001

Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İTO, Eylül 1998

Berument, Hakan, **“Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği: Türkiye Örneği**”, Erişim: 12 Ocak 2008,

http://www.bilkent.edu.tr/~economics/papers/02-02%20DP_H.Berument.pdf

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Bilgin, Mehmet Hüseyin, “Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **KOU SBE Dergisi**, (8) 2004/2

Boratav, Korkut, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri” **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Eylül 2001

Boratov, Korkut, **Türkiye İktisat Tarihi,** İmge Kitapevi, Baskı:9, Ağustos 2005

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart,” Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects”, **Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper 302**

Chuhan, Punam, Gabriel Perez-Quiros Ve Helen Popper,” International Capitalf Lows: Do Short-Term Investment And Direct Investment Differ?” **The World Bank: Polıcy Research Workıng Paper**, Ekim 1996

Çarıkçı, Emin, **Türkiye’de İç ve Dış Ekonomik Gelişmeler**, Ankara: Adım Yayınları, 1996

Demircan, Hayrettin, **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri,** Ankara: Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Mart 2003

Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer, **Makroekonomi,** Çev. Erhan Yıldırım ve Diğerleri, İstanbul: McGraw-Hill ve Akademi Yayınları, 1.b., Mart 1998

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

DPT,**Ekonominin Genel Dengesi,**
http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/rip/tr/Ekonominin_Genel_Dengesi.pdf, Erişim Tarihi: 5 Şubat 2008

Duman, Koray , " Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri", **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi** (8) 2004

Duran, Mustafa, **Türkiye'de Yatırımlara Sağlanan Teşvikler ve Etkinliği**, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Kasım 2002

Enç, Ercan,"Dış Ticaret, Cari Açık Ve Kriz", **GÜ İİBF Dergisi**, 2/2001

Erbaykal, Erman," Türkiye'de Ekonomik Büyüme Ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili Midir? Bir Nedensellik Analizi", **ZKÜ SB Dergisi**, Cilt 3, Sayı 6, 2007

Eren, Aslan Ve Bora Süslü, " Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:41, Eylül-Ekim 2001

Fisher, Stanley, "Döviz Kuru Rejimleri: İki Kutuplu Görüş Doğru Mu?", Çev. Hüseyin Şen, **Bankacılar Dergisi,** Sayı 40, 2002

Görgün, Tuğrul, "Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları", **Ankara: DTM**, 2004

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Güven, Samih, " Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri Ve Türkiye Örneği" ", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi,** Ağustos 2001

HM, **Ekonomik Göstergeler**,

http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm, Erişim Tarihi: 5 Şubat 2008

İnandım, Şeyda, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", **Ankara: TCMB**, Kasım 2005

İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur ,"Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği –1989:III-1999:IV", **ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresi**, 13-16 Eylül 2000

İyibozkurt, Erol, **Küreselleşme ve Türkiye**, Bursa: Ezgi Kitapevi,1999

Kar, Muhsin ve M. Arif Kara, " Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı: Türkiye Örneği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 2001

Karluk, Rıdvan, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı", **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, Ankara: TCMB**,2001

Karluk, Rıdvan, **Uluslararası Ekonomi,** İstanbul: Beta Basım, Baskı:5,1998,

Kaya, Yasemin Türker, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği**, DTP Yayın no:2448, Ağustos 1998

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Keskin, Hidayet ve diğerleri,"2001 Krizinin Ekonomik ve Siyasi Yönleri Üzerine Bir Değerlendirme Çabası",**Süleyman Demirel Üni. SBE dergisi**, sayı.2,yıl.2, Güz 2006

Kozlu , Cem, **Öfkeden Çözüme**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yay.,Mart 2003

Kula, Ferit , "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", **C.Ü. İİBF**, Cilt 4, Sayı 2, 2003

Miynat, Mustafa, "Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar Ve Çözüm Önerleri", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 9, Sayı: 1

Ongun, Tuba, **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, Ankara: İmaj Yayınevi, Ekim 2001

Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan, **İktisada Giriş**, İstanbul: Avcı Ofset baskı, 2005

Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset, 2003

Özpınar, Ömer ve Ergün Şimşek*,* "Küreselleşmenin Getirdiği Sorunlar Ve Bu Sorunlara Çözüm Önerileri" ,**Uludağ Üniversitesi İİBF Fakültesi Dergisi**, Cilt 22, Sayı 2, 2003

Özyıldız, Hakan, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü", **Hazine Dergisi**, Sayı.11, Temmuz 1998

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Palma, Gabriel, "The Three Routes To Financial Crises: The Need For Capital Controls", **CEPA Working Paper Series 3**, No:18 Kasım 2000

Parasız, İlker, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitap Evi, Baskı:7, Ocak 2000

Rajan, Raghuram G. , "Foreign Capital and Economic Growth", **Conference Organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City**, Erişim: 10 Ocak 2008, http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/082506.htm

Saraçoğlu, Fatih Ve Özgür Şahan," Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Sayıştay Dergis**i, Sayı:55

Saygılı, Şeref, Cengiz Cihan ve Hasan Yurtoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Büyüme ve Verimlilik:1972-2000**, DPT Yayınları, Yay. No:2665, Aralık 2002

Serper, Özer, **Uygulamalı İstatistik II.** ,Bursa: Ezgi Kitapevi, Baskı:4, 2002,

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası Finans**, 4.B, İstanbul: Güzem Cam Yay., No:19, 2003

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 15.B., İstanbul: Güzem Yayınları, 2003.

Sönmez, Mustafa, **100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yay., Baskı:1 2003

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Sönmez, Mustafa, **Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı**, İstanbul: İTO Yay., Yay. No:2004-28, 2004

Şahin, Hüseyin, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi Yay.,7.Baskı, 2002

Şimşek, Hayal Ayça,"Türkiye'de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkileri",**Finans Politik & Ekonomik Yorumlar,**2007,Cilt:44,Sayı:512

Tarı, Recep ve Funda Sera Kumcu," Türkiye'de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)", **KOU SBE Dergisi,** (9) 2005 / 1

TCMB, **"Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri",** Ankara: Banknot Matbaası, Haziran 2002

Tecer, Meral, **Türkiye Ekonomisi**, Ankara: TODAİE Yay. Baskı:2,Nisan 2005,

Tobin, James (1978), "A Proposal for international monetary reform", **Eastern Economic Journal**, 4(3-4), July/October.

Turan, Gül Günver, **Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**, Ankara: Türkiye İŞ Bankası Kültür Yay., Yayın No.205,1980,

TÜİK, İstatistik Göstergeler 1923-2006, Ankara: TÜİK Matbaası Yay, No: 3114, ISSN: 1300-0535, Aralık 2007

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

Uras, T. Güngör, **Türkiye'de sermaye Yatırımları**, İstanbul: Formül Matbaası, 1.Baskı, Kasım 1979

Vergil, Hasan, "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri", **KOU SBE Dergisi** (3) 2002/1

Yalçıner, Kürşat," İMKB'de Portföy Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Ocak 2001

Yay, Turan ve Diğerleri, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul: İTO, Yayın no: 2001-47

Yeldan, Erinç, **"Küresel Finans Piyasalarındaki Gelişmeler",** Erişim: 12 Ocak 2008 http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan11_9Sub05.pdf

Yeldan, Erinç, **"Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur",** Erişim:12 Ocak 2008, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf

Yılmaz, İlhan, **Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentileri**", YASED İnceleme Yarışması, Yay. No:33, Kasım 1988

Yücel, Fatih ve Rüstem Yanar, "Türkiye'de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir Mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış" **Ç.Ü. S.B.E. Dergisi**, Cilt 14, Sayı 2, 2005

Yükseler, Zafer, **"Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İs-Yatırım Ortamı İlişkisi"**, Ankara: TCMB, Aralık 2005

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916

ÖZGEŞMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER:

Adı Soyadı	:	Ömer ESEN
Adres	:	Hacı Mustafa Mah. Rauf Orbay Cad. No:1 D:1 Kartepe / KOCAELİ
Telefon	:	262 373 22 20
Gsm	:	535 892 88 10 / 505 316 89 51
E-Mail	:	omeresen81@yahoo.com
Doğum Yeri / Tarihi	:	İSTANBUL / 12.06.1981

EĞİTİM:

2005 - 2008 : Kocaeli Üniversite'si Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Yüksek Lisans İzmit / KOCAELİ

2000 - 2005 : Kocaeli Üniversite'si İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü İzmit / KOCAELİ

1996 – 1999 : Silivri Lisesi Silivri / İSTANBUL

Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3368916